

# Aksjeselskapers adgang til å erhverve egne aksjer

Reguleringens utvikling fra første lovregulering i 1910 til aksjelovreformen i 2013

Kandidatnummer: 777

Leveringsfrist: 25.04.2015

Antall ord: 16 332



# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>INNLEDNING</b>	<b>1</b>
1.1	Tema og avgrensninger	1
1.2	Begrepsavklaring ”egne aksjer”	3
1.3	Aksjeselskapers kjøp av egne aksjer i praksis	3
1.4	Rettskildebildet	6
1.5	Problemstillinger og videre fremstilling	9
<b>2</b>	<b>REGULERINGSFØR AKSJELOVREFORMEN I 2013</b>	<b>10</b>
2.1	Fra forbud til en ti prosent-begrensning	10
2.2	Hensyn bak reguleringen	15
2.2.1	Kreditorvern	15
2.2.2	Minoritetsvern	18
2.3	Avsluttende bemerkninger	19
<b>3</b>	<b>REGULERINGSETTER AKSJELOVREFORMEN I 2013</b>	<b>20</b>
3.1	Adgang til å erverve egne aksjer	20
3.2	Hensyn bak reguleringen	22
3.2.1	Kreditorvern	22
3.2.2	Minoritetsvern	24
3.3	Prosessuelle vilkår	26
3.3.1	Fullmakt fra generalforsamlingen	26
3.3.2	Registrering i Foretaksregisteret	29
3.4	Formelle vilkår	30
3.4.1	Utdelingsrammen	30
3.4.2	Minste tillatte aksjekapital	33
3.5	Materielle vilkår	36
3.5.1	Forsvarlig egenkapital og likviditet	36
3.5.2	Fullt innbetalt	38
3.6	Avsluttende bemerkninger	38
<b>4</b>	<b>KONKLUSJONER OG VEIEN VIDERE</b>	<b>40</b>
	<b>LITTERATURLISTE</b>	<b>42</b>

# 1 Innledning

## 1.1 Tema og avgrensninger

Temaet for denne masteroppgaven er aksjeselskapers erverv av egne aksjer.<sup>1</sup>

Bakgrunnen for valg av oppgavens tema er den seneste aksjelovreformen som i 2013 medførte endring i aksjelovens regulering av aksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer. Bakgrunnen for denne lovreformen var blant annet økt regelverkskonkurranse fra EU som skapte et behov for EØS-rettslig tilpasning.<sup>2</sup> Aksjelovreformen hadde som formål å modernisere og forenkle kapitalreglene i aksjeloven.<sup>3</sup>

Allmennaksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer faller i utgangspunktet utenfor temaet i denne masteroppgaven fordi det ikke er foretatt samme endring for allmennaksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer.<sup>4</sup> Som følge av at kapitaldirektivet som gjelder for allmennaksjeselskaper har hatt stor betydning for utformingen av aksjelovens bestemmelser om adgangen til å erverve egne aksjer, vil likevel reguleringen som gjelder for allmennaksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer i noen grad trekkes frem i oppgaven.<sup>5</sup> Når jeg velger å trekke inn reguleringen av allmennaksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer vil dette i stor grad gjøres på fotnotenivå. Det vil bli presisert når jeg skriver om allmennaksjeselskaper. Ellers i oppgaven behandles aksjeselskaper, selv om det ikke blir uttrykkelig presisert.

---

<sup>1</sup> Lov 13 juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (heretter aksjeloven) kapittel 9 II. Loven trådte i kraft 1. januar 1999.

<sup>2</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 15.

<sup>3</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 15.

<sup>4</sup> Lov 13 juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (heretter allmennaksjeloven) kapittel 9 II. Felles for begge aksjeselskapsformene er at aksjeeierne kan drive selskapet med begrenset ansvar for selskapets forpliktelser, jf. aksjeloven/allmennaksjeloven § 1-1 annet ledd. Forskjellen er at aksjeselskapene typisk kjennetegnes av mindre aksjespredning fordi det bare er aksjeeierne som har mulighet til å tegne nye aksjer, jf. aksjeloven § 10-1. Allmennaksjeselskapene kjennetegnes imidlertid typisk av betydelig aksjespredning fordi de har mulighet til å innhente kapital fra allmennheten gjennom aksjetegning i markedet, jf. allmennaksjeloven § 10-1. Det kan derfor være grunnlag for å karakterisere aksjeselskapene som "lukkede" selskaper og allmennaksjeselskapene som "åpne" selskaper. Aksjeselskapene kan likevel, i likhet med allmennaksjeselskapene, ha mange aksjeeiere og ansatte og en høy omsetning. Det kan derfor være misvisende å karakterisere aksjeselskaper som de "små" selskapene og allmennaksjeselskapene som de "store" aksjeselskapene. NOU 1996:3 side 6 og 15-16. Bråthen (2013) side 58-59.

<sup>5</sup> Direktiv av 25. oktober 2012 (2012/30/EU) (kapitaldirektivet) som samlet og videreførte direktiv av 13. desember 1976 (77/91/EØF) (det andre selskapsdirektiv) og endringsdirektiv til det andre selskapsdirektiv av 6. september 2006 (2006/68/EF). Se mer om kapitaldirektivet og dets betydning for utformingen av aksjeloven i oppgavens del 1.4.

Aksjeselskapers erverv av egne aksjer ble første gang lovregulert i 1910 gjennom en felles nordisk aksjelov.<sup>6</sup> Det ble da vedtatt et forbud mot at aksjeselskaper ervervet egne aksjer.<sup>7</sup> Gjennom de to neste aksjelovene, ble forbudet opprettholdt med mindre endringer.<sup>8</sup> Da gjeldende aksjelov av 1997 trådte i kraft ble det åpnet opp for en begrenset adgang for aksjeselskaper til å erverve egne aksjer.<sup>9</sup> Gjennom de endringer som fulgte av aksjelovreformen i 2013 har aksjeselskapene i dag en vid adgang til å erverve egne aksjer.<sup>10</sup>

Det er det rettslige grunnlaget og rammene for aksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer som skal behandles i denne masteroppgaven, jf. aksjeloven §§ 9-2, 9-3 og 9-4. Det avgrenses mot en egen behandling av aksjeloven § 9-5 om avtalepant i egne aksjer og aksjeloven § 9-8 om datterselskapets erverv av aksjer i morselskapet, fordi det rettslige grunnlaget og rammene for slike erverv er likt som for aksjeselskapers erverv av egne aksjer. Pant i egne aksjer og datterselskapets erverv av morselskapets aksjer vil bare i noen utstrekning trekkes inn i oppgaven der jeg finner det interessant å utdype nærmere om det. En behandling av aksjeloven § 9-6 om unntak og aksjeloven § 9-7 om virkninger av ulovlig erverv av egne aksjer faller utenfor denne masteroppgaven. Aksjeloven § 9-7 vil imidlertid trekkes inn der bestemmelsen får betydning for å kartlegge innholdet av det rettslige grunnlaget for aksjeselskapenes adgang til å erverve egne aksjer.<sup>11</sup>

Jeg skal undersøke hvilken regulering som gjaldt før aksjelovreformen i 2013, og hvilke interesser denne reguleringen tok sikte på å beskytte. Deretter skal jeg undersøke hvilken regulering som gjelder i dag, etter aksjelovreformen i 2013, og hvilke interesser dagens regulering tar sikte på å beskytte. På bakgrunn av fremstillingen skal jeg forsøke å synliggjøre om det har skjedd et skifte i vektingen av de interessene reguleringen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer tok sikte på å ivareta før aksjelovreformen og hvilke interesser reguleringen tar sikte på å ivareta i dag. Det er i særlig grad kreditorenes, minoritetsaksjeeiernes og majoritetsaksjeeiernes interesser som skal behandles i masteroppgaven. Det er fordi det er disse interessene som i stor grad gjør seg gjeldende ved aksjeselskapers erverv av egne aksjer.

Videre skal jeg innledningsvis avklare hva som ligger i begrepet ”egne aksjer” i del 1.2. Etter som aksjeselskapers adgang til erverv av egne aksjer benyttes i stort omfang i det praktiske

---

<sup>6</sup> Lov av 19 juli 1910 nr. 1 om aktieselskaper og kommanditaktieselskaper (heretter aksjeloven 1910) § 28.

<sup>7</sup> Aksjeloven 1910 § 28.

<sup>8</sup> Lov av 6 juli 1957 nr. 4 om aksjeselskaper (heretter aksjeloven 1957) § 38 og lov av 4 juni 1976 nr. 59 om lov om aksjeselskaper (heretter aksjeloven 1976) § 7-1.

<sup>9</sup> Aksjeloven § 9-2 før bestemmelsen ble endret ved lov 14 juni 2013 nr. 40.

<sup>10</sup> Aksjeloven § 9-2 endret ved lov 14 juni 2013 nr. 40.

<sup>11</sup> Se oppgavens del 3.1 og 3.3.2.

liv, syntes det naturlig å gjennomgå noen typiske eksempler på slike aksjeerverv allerede innledningsvis i del 1.3. I del 1.4 skal jeg gjennomgå rettskildebildet og de metodiske utfordringene knyttet til behandlingen av oppgavens tema. Før jeg går over til oppgavens hoveddeler, skal jeg i del 1.4 spesifisere problemstillingene som skal behandles.

## **1.2 Begrepsavklaring ”egne aksjer”**

I begrepet ”egne aksjer” inngår for det første de av aksjeselskapets egne aksjer som eies av selskapet selv, jf. aksjeloven § 9-2 annet ledd annet punktum. For det andre omfatter ”egne aksjer” de av aksjeselskapets egne aksjer som selskapet har stiftet avtalepant i, jf. aksjeloven § 9-2 annet ledd annet punktum.<sup>12</sup> Pant i egne aksjer gir aksjeselskapet en særrett til å søke dekning for pantekravet i den pantsatte aksjen, jf. panteloven § 1-1 første ledd. Det avgjørende for om det er aksjeselskapet som ansees for å ha ervervet sine egne aksjer eller stiftet avtalepant i sine egne aksjer, er om det er selskapets midler som er benyttet, jf. aksjeloven § 9-2 annet ledd tredje punktum. I konsernforhold vil et morselskaps ”egne aksjer” også omfatte de av morselskapets aksjer som et datterselskap eier eller har avtalepant i, jf. aksjeloven § 9-2 annet ledd fjerde punktum, jf. aksjeloven § 1-3 første ledd.

## **1.3 Aksjeselskapers kjøp av egne aksjer i praksis**

Ved en gjennomgang av praktiske eksempler kan vi tenke oss at aksjeselskapers erverv av egne aksjer kan være motivert ut fra tre ulike perspektiver; Et personelt perspektiv, et økonomisk perspektiv og et organisatorisk perspektiv. Det personelle perspektivet dreier seg om aksjeerverv motivert ut fra bestemte personer. Det økonomiske perspektivet dreier seg om aksjeerverv ut fra selskapets økonomiske forhold. Fra det organisatoriske perspektivet kan erverv av egne aksjer være motivert av å gjennomføre endringer i selskapets organisasjon eller struktur. Det vil nødvendigvis ikke være et skarpt skille mellom de ulike perspektivene, slik at de tidvis vil gå inn i hverandre. Ved hjelp av de ulike perspektivene skal jeg nå gjennomgå noen praktiske eksempler på aksjeselskapers erverv av egne aksjer.

Sett fra et personelt perspektiv kan erverv av egne aksjer for eksempel være praktisk ved eier- og generasjonsskifter i aksjeselskaper.<sup>13</sup> Dette er særlig aktuelt for mindre aksjeselskaper.<sup>14</sup> Det kan for eksempel være et familiedrevet aksjeselskap der barn av majoritetsaksjeeier skal

---

<sup>12</sup> Med mindre det fremkommer av aksjeselskapets vedtekter at selskapets aksjer ikke kan pantsettes, jf. aksjeloven § 4-8 første ledd første punktum, jf. lov 8. februar 1980 nr. 2 om pant (heretter panteloven) § 4-2 a.

<sup>13</sup> Ot.prp.nr.36 (1993-1994) side 108.

<sup>14</sup> Det er ikke så praktisk for allmennaksjeselskaper som er åpne for allmennheten.

overta aksjene. En slik overtakelse av aksjer på eiersiden kan gjennomføres ved innløsning av aksjer i forbindelse med en nedsettelse av aksjekapitalen for deretter å gjennomføre en emisjon mot de nye aksjeeierne.<sup>15</sup> Aksjekapitalen er antall aksjer multiplisert med den enkelte aksjens pålydende og fremgår av selskapets vedtekter, jf. aksjeloven § 2-2 første ledd nr. 4 og 5, jf. aksjeloven § 3-1. Et slikt eierskifte kan imidlertid også gjennomføres gjennom aksjeselskapets erverv av egne aksjer.<sup>16</sup> Det kan skje ved at aksjeselskapet erverver egne aksjer for så å avhende aksjene videre til majoritetsaksjeeiers barn. I mange tilfeller vil aksjeerverv på denne måten være et mer effektivt alternativ for et eierskifte, enn å gjennomføre en innløsning av aksjer ved nedsettelse av aksjekapitalen.<sup>17</sup> Selskapets erverv av egne aksjer kan også utgjøre et fleksibelt instrument for å innløse en aksjeeier dersom ingen øvrige aksjeeiere har anledning til å kjøpe ut en aksjeeier som vil tre ut av aksjeselskapet eller aksjen for øvrig er lite likvid.

Adgangen til å erverve egne aksjer kan også være praktisk for aksjeselskaper som opererer med ordninger der ansatte har mulighet til å bli aksjeeiere i selskapet, for eksempel gjennom opsjonsordninger.<sup>18</sup> Dette vil også representere et aksjeerverv sett fra et personelt perspektiv. Aksjeselskaper kan benytte de innkjøpte egne aksjene til å tilgodese ansatte ved å tilby de å erverve aksjene og på den måten bli deleier i selskapet. Aksjeselskapers motiver med å gjøre ansatte til aksjeeiere kan for eksempel være å sikre at effektive medarbeidere får et sterkere incentiv til å forbli ansatt i selskapet gjennom at man også blir eier av selskapet man er ansatt i og dermed får ta del i en verdiøkning i selskapet, og dermed motivere de til å gjøre en god jobb. Når en ansatt som er aksjeeier slutter i sin stilling i selskapet, kan aksjeselskapet igjen benytte seg av adgangen til å erverve sine egne aksjer tilbake.<sup>19</sup> På den måten kan aksjeselskapet unngå at aksjer som eies av ansatte blir solgt til utenforstående eller uønskede aksjeeiere. Det skal likevel presiseres at aksjeeierne som utgangspunkt har forkjøpsrett ved eierskifte av aksjer, med mindre noe annet er regulert i vedtektene, jf. aksjeloven § 4-19, jf. § 2-2. Ulike betingelser til ansatteaksjer kan også avtales i en aksjonæravtale. Dette vil ikke bli nærmere behandlet her.

---

<sup>15</sup> Knudsen (2011) side 101 og Bråthen (2013) side 106. Jeg skal forklare nærmere hva kapitalnedsettelse er og hvorfor den har mange likhetstegn med aksjeselskapers erverv av egne aksjer i oppgavens del 2.2.1.

<sup>16</sup> Knudsen (2011) side 101 og Bråthen (2013) side 106.

<sup>17</sup> Knudsen (2011) side 101 og Bråthen (2013) side 106. Jeg skal forklare nærmere hvorfor erverv av egne aksjer kan gjennomføres på en mer effektiv måte enn kapitalnedsettelse i del 2.2.1.

<sup>18</sup> Bråthen (2013) side 106. Ansatte som aksjeeiere kan være like aktuelt i både aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper.

<sup>19</sup> Bråthen (2013) side 106.

Ut i fra et økonomisk perspektiv kan aksjeselskapers erverv av egne aksjer være praktisk som ledd i en kapitalnedsettelse.<sup>20</sup> Aksjeselskapene kan erverve sine egne aksjer for så å skrive ned aksjekapitalen tilsvarende pålydende av de ervervede aksjene. På samme måte kan aksjeselskapers erverv av egne aksjer gjøre det mulig for selskapet å jevne ut unormale kursutslag.<sup>21</sup> Dette gjøres ved at de ervervede egne aksjene benyttes i en nedskriving av aksjekapitalen som kan føre til at de øvrige aksjene øker i kurs.<sup>22</sup> Det kan for eksempel være at prisen per aksje øker fordi overskuddet dermed skal fordeles på færre utestående aksjer.<sup>23</sup> Adgangen til å erverve egne aksjer kan altså bidra til å redusere aksjeselskapers omkostninger fordi selskapet får mulighet til å justere sine kapitalforhold på en mindre tid- og ressurskrevende måte.<sup>24</sup>

Fra et organisatorisk perspektiv kan aksjeselskapers erverv av egne aksjer være motivert ut fra et ønske om å ha en reserve av egne aksjer som for eksempel kan brukes som vederlag ved fusjon.<sup>25</sup> I praksis vil en fusjon ofte gå ut på at et selskap tar over et annet selskap mot et vederlag. I den forbindelse kan det overtakende selskapet bruke sine innkjøpte egne aksjer som en del av vederlaget til aksjeeierne i det overdragende selskapet.<sup>26</sup> Aksjeselskapers erverv av egne aksjer kan også være praktisk dersom aksjeselskapet nekter å samtykke til eierskifte av aksjer, jf. aksjeloven § 4-16.<sup>27</sup> Samtykkekrav ved eierskifte kan vedtektsfestes, jf. aksjeloven § 2-2. Også her skal det likevel presiseres at aksjeeierne som utgangspunkt har forkjøpsrett ved eierskifte av aksjer, med mindre noe annet er regulert i vedtektene, jf. aksjeloven § 4-19, jf. § 2-2. Ved samtykkenektelse kan den aksjeeieren som ønsker å avhende sin aksje av den grunn kreve aksjen innløst, jf. aksjeloven § 4-17. Innløsningen kan enten gjennomføres ved at selskapet erverver aksjen etter reglene i aksjeloven kapittel 9 II eller ved kapitalnedsettelse etter reglene i aksjeloven kapittel 12. Som jeg allerede har vært inne på kan erverv av egne aksjer fremstå som et mer effektivt alternativ til kapitalnedsettelse.<sup>28</sup> På den måten kan aksjeselskapet unngå at uønskede aksjeeiere kommer inn i selskapet.

---

<sup>20</sup> Ot.prp.nr.36 (1993-1994) side 108-109. Om kapitalnedsettelse se oppgavens del 2.2.1.

<sup>21</sup> Ot.prp.nr.36 (1993-1994) side 108-109.

<sup>22</sup> Bråthen (2013) side 107.

<sup>23</sup> Såkalt multiplereberegning, Price/Earnings (P/E), er en metode for å verdsette aksjer på. P/E kan regnes ut ved å dividere aksjekursen på årsresultat per aksje eller ved å dividere bedriftens markedsverdi på årsresultat.

<sup>24</sup> Ot.prp.nr.23 (1996-1997) side 102.

<sup>25</sup> NOU 1992:29 side 108. Fusjon går ut på at to eller flere aksjeselskaper, herunder også allmennaksjeselskaper, kan slå seg sammen til et selskap. Slik sammenslåing av selskaper er regulert i aksjeloven/allmennaksjeloven kapittel 13.

<sup>26</sup> Bråthen (2013) side 219.

<sup>27</sup> Bråthen (2013) side 106, 97-104 og 108-111.

<sup>28</sup> Om kapitalnedsettelse se oppgavens del 2.2.1. Bråthen (2013) side 106.

Adgangen til å erverve egne aksjer kan ut fra et personelt, økonomisk og organisatorisk perspektiv være praktisk for aksjeselskaper som ønsker å knytte til seg visse personer eller andre bedrifter, eller for å legge til rette for at mindre investorer kan bli aksjeeiere.<sup>29</sup> Aksjeselskaper kan ved hjelp av innkjøpte egne aksjer tiltrekke seg personer som for eksempel innehar særlig innsikt i et av selskapets satsningsområder eller som har et godt omdømme som kan smitte over på bedriften, ved å tilby slike personer å bli aksjeeier i selskapet. Hensynene er her dels tilsvarende hensynene bak ordningen for ansatteaksjer.

#### 1.4 Rettskildebildet

Aksjeloven utgjør den primære rettskilden på området. Det foreligger nye og utfyllende forarbeider til aksjeloven som av den grunn utgjør en svært viktig rettskilde for å kartlegge innholdet av og begrunnelsen bak aksjelovens regulering av selskapenes erverv av egne aksjer. Det er noe underrettspraksis som berører temaet, men Høyesterett har foreløpig ikke avgjort noen saker om temaet. Manglende Høyesterettspraksis på området forsterker forarbeidenes betydning. Det finnes også juridisk teori om temaet som vil bli benyttet i denne masteroppgaven. Det meste av den juridiske teorien om temaet er imidlertid ikke oppdatert etter aksjelovreformen i 2013.<sup>30</sup> Også av den grunn blir forarbeidene en viktig kilde til forståelsen av reguleringen etter aksjelovreformen.

I forkant av aksjelovreformen ble det utarbeidet en utredning av advokat Knudsen om forenkling av aksjeloven. Arbeidet munnet ut i en utredning populært kalt "Knudsen-utredningen" som utgjør en sentral del av forarbeidene.<sup>31</sup> Knudsen-utredningen viser til høringsnotat av juli 2007 om forslag til endringer i allmennaksjeloven og aksjeloven.<sup>32</sup> Høringsnotatet går ut på å følge opp endringsdirektiv som i 2006 medførte en liberalisering av reglene i det andre selskapsdirektiv, som nå er videreført i kapitaldirektivet.<sup>33</sup>

---

<sup>29</sup> NOU 1992:29 side 108 og Ot.prp.nr.23 (1996-1997) side 102.

<sup>30</sup> Med unntak av blant annet Bråthen (2013) og Woxholth (2014).

<sup>31</sup> Knudsen, *Forenkling og modernisering av aksjeloven*, 7. januar 2011, skrevet etter oppdrag fra Justis- og politidepartementet. Prop. 111 L (2012-2013) side 5.

<sup>32</sup> Justisdepartementets høringsbrev 13. juli 2007. Prop. 111 L (2012-2013) side 13.

<sup>33</sup> Direktiv av 25. oktober 2012 (2012/30/EU) (heretter kapitaldirektivet) samlet og videreførte direktiv av 13. desember 1976 (77/91/EØF) (heretter det andre selskapsdirektiv) og endringsdirektiv til det andre selskapsdirektiv av 6. september 2006 (2006/68/EF).

Hovedårsaken til at det andre selskapsdirektiv ble samlet og videreført i kapitaldirektivet var på grunn av oppfølging av handlingsplanen KOM (2003) 284. Handlingsplanen ble utarbeidet med hovedformål om modernisering og forbedring av den europeiske selskapsretten. For å oppnå formålet skulle det utarbeides nye direktiver, eldre direktiver skulle revideres og videre regulering skulle skje gjennom rekommandasjoner, jf. Bråthen (2013) side 44.



Norge er bundet til EU gjennom EØS-avtalen med det overordnede formål om "å fremme en vedvarende og balansert styrking av handel og økonomiske forbindelser mellom avtalepartene, med like konkurransevilkår og overholdelse av de samme regler".<sup>34</sup> Gjennom EØS-avtalen er Norge pålagt å tolke nasjonal rett i lys av EU-rettens overordnede formål hva angår de fire friheter. På selskapsrettens område er det for å oppnå nevnte formål særlig virkemidlene fri bevegelighet for kapital og fri etableringsadgang som er særlig relevant.<sup>35</sup>

Kapitaldirektivet faller inn under Norges forpliktelser etter vedlegg XXII til EØS-avtalen artikkel 77, jf. EØS-loven § 2.<sup>36</sup> Kapitaldirektivet gir minimumsstandarter for stiftelse av allmennaksjeselskaper og sikring og endring av selskapenes kapital med formål om å beskytte aksjeeiere og kreditorer gjennom felles regler i den europeiske region.<sup>37</sup> Kapitaldirektivets bestemmelser må kun innføres i allmennaksjeloven for å oppfylle Norges forpliktelser til EU gjennom EØS-avtalen.<sup>38</sup>

Selv om kapitaldirektivet kun gjelder for allmennaksjeselskaper har det også hatt stor betydning for utformingen av aksjelovens bestemmelser om erverv av egne aksjer.<sup>39</sup> Det kan reises spørsmål om hvorfor kapitaldirektivets bestemmelser i stor grad også er gjort gjeldende for aksjelovens regler om erverv av egne aksjer. I forlengelsen av dette oppstår det også et spørsmål om aksjelovens regler om slike aksjeerverv av den grunn bør tolkes dynamisk i lys av EU-rettens utvikling gjennom rettspraksis og traktatsrevisjoner, og om det ved tolkningen av aksjelovens bestemmelser om dette bør sees hen til EUs overordnede formål.<sup>40</sup> I forhold til Norges forpliktelser etter EØS-avtalen vil det imidlertid ikke innebære et brudd med EØS-avtalen dersom aksjelovens bestemmelser om erverv av egne aksjer i fremtiden endres i strid med kapitaldirektivets føringer.

---

<sup>34</sup> Jf. EØS-avtalen artikkel 1. 1. Av direktiver som har hatt betydning for norsk selskapsrett kan nevnes bl.a. publisitetsdirektivet, kapitaldirektivet, fusjons- og fisjonsdirektivet, regnskapsdirektivet, revisjonsdirektivet, fusjonsdirektivet for grenseoverskridende fusjoner, filialdirektivet, enkeltpersonselskapsdirektivet, overtakelsestilbudsdirektivet og aksjonærrettighetsdirektivet nevnes. Se Anker-Sørensen og Sjøfjell (2014) side 20-55.

<sup>35</sup> Jf. EØS-avtalen artikkel 1. 2. d og artikkel 31. Etableringsretten går ut på at et hvert selskap som tilhører et medlemsland har rett til å etablere seg innen EU og EØS og drive virksomhet på like vilkår. Anker-Sørensen og Sjøfjell (2014) side 3.

<sup>36</sup> Lov 27 november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven). EØS-loven § 2 inkorporerer EØS-avtalens hoveddel samt gir denne forrang i tilfeller av konflikt men nasjonale bestemmelser.

<sup>37</sup> Kapitaldirektivets forale punkt 3 om at direktivet gjelder for "public limited company". Anker-Sørensen og Sjøfjell (2014) side 24.

<sup>38</sup> Kapitaldirektivets forale punkt 3, jf. EØS-loven § 2.

<sup>39</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 84.

<sup>40</sup> Jf. homogenitetsprinsippet om at parallelle regler i EØS-avtalen og EU-traktatene skal fortolkes likt. Se *Pedicel AS v Sosial- og helsedirektoratet* premiss 28. Anker-Sørensen og Sjøfjell (2014) side 2-3.

En av grunnene til at kapitaldirektivet fikk så stor innflytelse generelt ved aksjelovreformen i 2013, herunder for bestemmelsene om erverv av egne aksjer, er at reglene tradisjonelt har vært likelydende for aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper i Norge.<sup>41</sup> Grunnlaget for å vedta en egen lov for allmennaksjeselskapene var at de norske aksjereglene skulle tilpasses det rettslige systemet i EU.<sup>42</sup> Også etter at et skille mellom de to aksjeselskapsformene ble innført har reglene om erverv av egne aksjer vært likelydende helt frem til lovendringen av aksjeloven § 9-2 i 2013. Bestemmelsene om erverv av egne aksjer er for aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper dermed ulikt regulert i dag, til tross for at lovgiver tradisjonelt sett har vært tilbakeholden med å velge ulike løsninger i de to aksjelovene.

Innføringen av to aksjelover og senere endringer i lovene har i stor grad vært begrunnet i behov for tilpasning til EU-retten, og ikke på grunn av et eget nasjonalt behov om å skille mellom selskapsformene eller gjøre ytterligere endringer i aksjeloven. Til tross for dette kan det tenkes fordeler med å følge med på den europeiske rettsutviklingen. Det kan for eksempel bidra til å gjøre det norske aksjeselskapet til en mer konkurransedyktig selskapsform. En konkurransedyktig norsk aksjeselskapsform kan føre til at aktører ønsker å opprette virksomhet her, noe som igjen kan virke positivt for norsk næringsliv.

Til tross for at kapitaldirektivet ikke er direkte bindende for aksjeloven kan det likevel benyttes som et tolkningsmoment ved tvil om innholdet i aksjeloven. Det som taler for at kapitaldirektivet bør fungere som en kilde til forståelse av aksjelovens bestemmelser om erverv av egne aksjer er at det, gjennom allmennaksjeloven, har fått betydning for utvikling av bestemmelsene og nærmest fungert som et forbilde for utformingen av reglene. Det som taler mot at kapitaldirektivet bør fungere som en kilde til forståelse av aksjelovens regler er at direktivet inneholder regler tilpasset allmennaksjeselskaper, ikke aksjeselskaper.

Hensynet til rettsenhet i den europeisk økonomiske sonen kan tale for at det ved tolkningen av aksjelovens bestemmelser om erverv av egne aksjer sees hen til kapitaldirektivet. Også rettspraksis i andre europeiske land med samme regler om erverv av egne aksjer kan være relevant ved avgjørelser her i landet. Dette gjelder sannsynligvis i sterkere grad all den tid Høyesterett ikke har avgjort spørsmål knyttet til bestemmelsene.

---

<sup>41</sup> Aarbakke m.fl. (2004) side 623 og 627.

<sup>42</sup> Et skille mellom de to aksjeselskapsformene ble innført i Norge i 1996. Bråthen (2013) side 58.

## **1.5 Problemstillinger og videre fremstilling**

I oppgavens andre hoveddel, del 3, skal problemstillingen om hvilket utgangspunkt som gjelder for reguleringen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer etter aksjelovreformen i 2013 behandles. Herunder skal også problemstillingen om hvilke hensyn som gjør seg gjeldende bak dagens regulering av aksjeselskapers erverv av egne aksjer behandles. Til slutt i oppgavens del 3 skal jeg behandle problemstillingen om i hvilken utstrekning aksjeselskaper kan erverve egne aksjer etter dagens regulering.

Først skal jeg i oppgavens første hoveddel, del 2, starte med behandlingen av problemstillingen om hvordan reguleringen av aksjeselskapets erverv av egne aksjer var før aksjelovreformen i 2013. Deretter skal jeg behandle problemstillingen om hvilke hensyn som gjorde seg gjeldende bak den historiske reguleringen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer i del 2.2.

## 2 Reguleringen før aksjelovreformen i 2013

### 2.1 Fra forbud til en ti prosent-begrensning

Aksjeselskapers erverv av egne aksjer ble første gang lovregulert i 1910 som resultat av et nordisk aksjelovsamarbeid. Aksjeselskapers erverv av egne aksjer var regulert i aksjeloven 1910 § 28 som lød:

*"Et aktieselskap kan ikke ta viljesbestemt pant i egne aktier og kan med de i § 29 nævnte undtagelser kun erhverve eller indkjøpe dem under iagttagelse av de for aktiekapitalens nedsættelse givne regler."*

Bestemmelsen ga uttrykk for et forbud mot at aksjeselskaper ervervet egne aksjer eller tok pant i egne aksjer.<sup>43</sup> Det fulgte videre av bestemmelsen at selskapet kun unntaksvis kunne erverve egne aksjer. Unntakene som fulgte av aksjeloven 1910 § 29 var meget snevre og gikk ut på at aksjeselskaper kunne erverve egne aksjer ved tvangsinn drivelse, jf. aksjeloven 1910 § 43, eller ved innbetaling av forpliktelser som var sikret med utlegg i aksjene. Vilåårene for at aksjeselskaper unntaksvis kunne erverve egne aksjer var at aksjene var fullt innbetalt, at det forelå beslutning om ervervet fra generalforsamlingen samt at aksjeselskapet hadde tilstrekkelig overskudd til å foreta aksjeervervet.

Ettersom adgangen til å erverve egne aksjer var meget snever, er det grunn til å tro at slike aksjeerverv ikke var så praktisk i datidens aksjeselskaper. Det var under lovforberedelsen til aksjeloven 1910 fullstendig enighet om et totalforbud mot at *hele* aksjekapitalen kunne benyttes til å erverve egne aksjer.<sup>44</sup> Det var imidlertid delte meninger om erverv av mindre partier av egne aksjer, eller midlertidig oppkjøp for senere avhendelse, kunne tillates.<sup>45</sup> Allerede i 1910 ble en adgang for aksjeselskapers erverv av deler av selskapets egne aksjer trukket opp som en mulig regulering. Det ble imidlertid ikke åpnet for at aksjeselskaper kunne erverve deler av sine egne aksjer.<sup>46</sup>

---

<sup>43</sup> Om pant i egne aksjer, se oppgavens del 1.2.

<sup>44</sup> Udkast til Lov om Aktieselskaber Motiver (1894) del I side 35 og del II side 33.

<sup>45</sup> Udkast til Lov om Aktieselskaber Motiver (1894) del I side 35 og del II side 33.

<sup>46</sup> Jf. ordlyden i aksjeloven 1910 § 28.

Etter omtrent et halvt århundre ble aksjeloven revidert og ny aksjelov ble vedtatt i 1957. Aksjeloven 1957 § 38 første og annet ledd gjaldt aksjeselskapers pant i, og erverv av, egne aksjer:

*"Et aksjeselskap kan ikke erverve viljesbestemt pant i egne aksjer.*

*Egne aksjer kan erverves til innløsning (amortisasjon) dersom det skjer mot en nedsettelse av aksjekapitalen som svarer til de ervervede aksjers pålydende, og under de de alminnelige vilkår for utbetaling på aksjer i henhold til slik nedsettelse. For øvrig kan selskapet ikke mot vederlag erverve egne aksjer uten i forbindelse med utløsning av aksjeeiere eller ved tvangsinndrivelse til dekning av egen fordring. Aksjer som er ervervet ved tvangsinndrivelse, skal snarest mulig avhendes igjen og innberetning gis til neste generalforsamling."*

Bestemmelsen videreførte i all hovedsak bestemmelsene fra aksjeloven 1910 §§ 28 og 29 med utgangspunkt i et forbud mot at aksjeselskaper erverver egne aksjer. Da forbudet under lovforberedelsen ble trukket i tvil av en interessegruppe fant aksjelovkomitéen at det ikke var nødvendig å gå nærmere inn på "de grove misligheter som man ville åpne døren for ved å oppheve dette forbud".<sup>47</sup> Denne uttalelsen og opprettholdelsen av forbudet trekker i retning av at forbudet mot aksjeselskapers erverv av egne aksjer så langt fungerte tilfredsstillende og etter sin hensikt.<sup>48</sup>

Forbudet mot aksjeselskapers erverv av egne aksjer ble videreført også i den tredje aksjeloven som ble vedtatt i 1976. Aksjeloven 1976 § 7-1 lød:

*"Et aksjeselskap kan ikke erverve egne aksjer, og det kan heller ikke ved avtale erverve pant i egne aksjer. Datterselskap kan ikke erverve aksjer i morselskap eller ved avtale erverve pant i slike aksjer. Avtale i strid med disse bestemmelser er ugyldig.*

*Bestemmelsene i første ledd hindrer ikke at aksjer erverves ved gave, ved overtakelse av annen bedrift gjennom fusjon eller på annen måte, ved innløsning i henhold til § 13-3 annet ledd eller ved tvangsinndrivning til dekning av selskapets fordring. Aksje ervervet på denne måte skal, om den ikke slettes ved nedsetting av aksjekapitalen, avhendes så snart det kan skje og senest innen to år."*

---

<sup>47</sup> Innstilling fra aksjelovkomitéen av 1947. Oslo 1952, under "Bemerkninger til lovutkastet", side 34.

<sup>48</sup> Jeg kommer nærmere inn på hensikten bak bestemmelsen om et forbud mot aksjeselskapers erverv av egne aksjer i oppgavens del 2.2.

Forbudet ble fremhevet ved at det ble plassert først i bestemmelsen. Ordlyden ga i klar form uttrykk for at utgangspunktet var et forbud. Forbudet ble i tillegg utvidet til også å gjelde for datterselskapets erverv av morselskapets aksjer.<sup>49</sup> Bestemmelsens annet ledd åpnet for at aksjeselskaper i meget begrenset utstrekning kunne erverve egne aksjer ved gave, ved overtakelse av annen bedrift, ved innløsning eller ved tvangsinn drivelse.<sup>50</sup> Forbudet mot aksjeselskapers erverv av egne aksjer hadde frem til dette tidspunkt eksistert relativt uforandret i 66 år, noe som trekker i retning av at forbudet hadde fått et solid rotfeste i norsk aksjeselskapsrett. Under lovforberedelsen til aksjeloven 1976 ble det sett hen til hvordan erverv av egne aksjer var regulert i andre land. Dette har sannsynligvis sammenheng med at aksjeloven har røtter tilbake til et nordisk samarbeid hvor hensynet til nordisk rettsenhet spilte en rolle.<sup>51</sup>

I forarbeidene til aksjeloven 1976 ble det trukket frem argumenter som talte for å revurdere et forbud mot aksjeselskapers erverv av egne aksjer.<sup>52</sup> Det som talte mot opprettholdelsen av et forbud mot erverv av egne aksjer var at aksjeselskaper kunne ha helt legale interesser i å eie egne aksjer.<sup>53</sup> Det kunne blant annet tenkes at aksjeselskapets egne aksjer kunne benyttes som vederlag dersom aksjeselskapet skulle slå seg sammen med et annet selskap.<sup>54</sup> Videre ble det trukket frem av selskapets egne aksjer kunne benyttes som vederlag for formuesgoder som aksjeselskapet ønsket å erverve.<sup>55</sup> Aksjeselskapets egne aksjer kunne også benyttes for å knytte til seg bestemte personer eller bedrifter ved å tilby aksjer.<sup>56</sup> Dersom selskapets erverv av

---

<sup>49</sup> Aksjeloven 1976 § 7-1 første ledd annet punktum.

<sup>50</sup> Jf. aksjeloven 1976 § 13-3 annet ledd om innløsning.

<sup>51</sup> Innst. om lov om aksjeselskaper avgitt i mars 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen på grunnlag av oppdrag gitt ved kongelig resolusjoner 26. januar 1962 og 22. februar 1963 side 111. På tidspunktet før vedtakelsen av aksjeloven 1976 var det imidlertid lite rettsenhet om reguleringen av erverv av egne aksjer i Europa. Noen land hadde ikke noen formell lovbestemmelse om erverv av egne aksjer. For eksempel hadde ikke England noen generell lovbestemmelse om erverv av egne aksjer i deres Companies Act av 1948, men det var fastslått et forbud mot erverv av egne aksjer gjennom rettspraksis samt et lovregulert forbud mot datterselskapers erverv av morselskapets aksjer i Companies Act section 27. Andre land hadde lovregler om erverv av egne aksjer, men reglene var sprikende. For eksempel hadde Finland og Sverige absolutte forbud mot erverv av egne aksjer. Både Danmark, Frankrike, Belgia, Sveits, Tyskland og Østerrike opererte med begrensninger i selskapets adgang til å erverve egne aksjer. I USA og Nederland var det adgang for aksjeselskaper til å erverve egne aksjer dersom det fremgikk av vedtektene. Ulikhetene rundt reguleringen av erverv av egne aksjer i Europa kan underbygge en oppfatning om at reguleringen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer ikke var opplagt. Det tryggeste i en situasjon, hvor det finnes gode argumenter for ulike reguleringer, kan være å velge en løsning som er kjent og som ikke har fått for stor motstand.

<sup>52</sup> Innst. om lov om aksjeselskaper avgitt i mars 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen på grunnlag av oppdrag gitt ved kongelig resolusjoner 26. januar 1962 og 22. februar 1963 side 111-112 og Ot.prp. nr. 19 (1974-75) side 72-73.

<sup>53</sup> Innst. om lov om aksjeselskaper avgitt i mars 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen på grunnlag av oppdrag gitt ved kongelig resolusjoner 26. januar 1962 og 22. februar 1963 side 111-112.

<sup>54</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-75) side 72-73.

<sup>55</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-75) side 72-73.

<sup>56</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-75) side 72-73.

egne aksjer fremgikk klart av aksjeselskapets regnskap, og forutsatt at det eksisterte en øvre grense for hvor mange egne aksjer selskapet kunne erverve, ble det uttalt at det kunne være hensiktsmessig å åpne for en viss adgang for aksjeselskapers erverv av egne aksjer.<sup>57</sup> Til tross for argumenter som talte for å åpne for en adgang for aksjeselskapers erverv av egne aksjer, var lovgiver ikke klar for å oppgi det alminnelige forbudet med historie tilbake til 1910.<sup>58</sup> Det ble i forbindelse med lovforberedelsen avholdt nordiske forhandlinger der berettigelsen av en generell forbudsregel mot aksjeselskapers erverv av egne aksjer "overhodet" ikke ble trukket i tvil.<sup>59</sup> Denne uttalelsen samt utvidelsen av forbudet til også å gjelde for datterselskapers erverv av morselskapets aksjer, kan tale for at forbudet stadig fungerte tilfredsstillende i praksis.

Den fjerde aksjeloven ble vedtatt i 1997 og er den loven som gjelder i dag. Aksjeloven § 9-2 første ledd om aksjeselskapers erverv av egne aksjer lød før aksjelovreformen i 2013 slik:

*"(1) Et aksjeselskap kan erverve egne aksjer dersom den samlede pålydende verdi av beholdningen av egne aksjer etter ervervet ikke overstiger ti prosent av aksjekapitalen. Ervervet må ikke medføre at aksjekapitalen med fradrag av det samlede pålydende av beholdningen av egne aksjer blir mindre enn minste tillatte aksjekapital etter § 3-1 første ledd."*<sup>60</sup>

Gjennom aksjeloven av 1997 endret bestemmelsen om erverv av egne aksjer karakter i retning av å være en adgang med begrensninger, fremfor et forbud med snevre unntak. Bestemmelsen begrenset adgangen spesielt ved hjelp av to vilkår. Det første vilkåret var at aksjeselskapets samlede pålydende verdi av beholdningen av egne aksjer etter ervervet, ikke måtte overstige ti prosent av aksjekapitalen.<sup>61</sup> Det andre vilkåret var at selskapers erverv av egne aksjer ikke måtte medføre at aksjekapitalen med fradrag av det samlede pålydende av beholdningen av egne aksjer, ble mindre enn minste tillatte aksjekapital etter § 3-1 første ledd.<sup>62</sup>

---

<sup>57</sup> Innst. om lov om aksjeselskaper avgitt i mars 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen på grunnlag av oppdrag gitt ved kongelig resolusjoner 26. januar 1962 og 22. februar 1963 side 111-112.

<sup>58</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-75) side 72-73.

<sup>59</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-75) side 72-73.

<sup>60</sup> Bare første ledd siteres på grunn av at det er dette leddet i bestemmelsen som har endret seg etter aksjelovreformen i 2013. Aksjeloven og allmennaksjeloven hadde likelydende bestemmelser om erverv av egne aksjer frem til aksjelovreformen. Bestemmelsens utforming var i tråd med det annet selskapsdirektiv, før det ble endret og senere videreført til kapitaldirektivet. Det andre selskapsdirektivet inneholdt på denne tiden et obligatorisk vilkår om at allmennaksjeselskapers erverv av egne aksjer ikke måtte medføre at selskapet ervervet aksjer som i verdi oversteg ti prosent av aksjekapitalen. Dette vilkåret gjelder fortsatt i dagens regulering av allmennaksjeselskapers erverv av egne aksjer, jf. allmennaksjeloven § 9-2 første ledd.

<sup>61</sup> Heretter i stor grad benevnt som ti prosent-begrensningen.

<sup>62</sup> Aksjeloven § 3-1 første ledd regulerte på dette tidspunkt at et aksjeselskap "skal ha en aksjekapital på minst 100.000 norske kroner".

For å eksemplifisere bestemmelsen kan vi tenke oss aksjeselskapet X AS som har en aksjekapital på NOK 200 000. X AS kunne før aksjelovreformen i 2013 erverve aksjer til en pålydende verdi av NOK 20 000 i henhold til ti prosent-begrensningen. Videre måtte X AS sitt erverv av egne aksjer heller ikke medføre at aksjekapitalen på NOK 200 000 med fradrag av de ervervede egne aksjene, NOK 20 000, forutsatt av at selskapet ikke eiet eller hadde pant i egne aksjer fra før, ble mindre enn minste tillatte aksjekapital, som før 2011 var regulert til NOK 100 000. X AS ville etter at aksjeerhvervet ble gjennomført ha en gjenværende aksjekapital på NOK 180 000. Som vi ser av eksempelet kunne X AS, sett bort fra ti prosent-begrensningen, ha ervervet egne aksjer til en verdi av ytterligere NOK 80 000.

Som det fremkommer av eksemplet var det ti prosent-begrensningen som var det strengeste vilkåret og dermed det vilkåret som i praksis fungerte som den største begrensningen når aksjeselskaper flest skulle erverve egne aksjer. Som det også fremkommer av eksempelet ble vilkåret bestemt ut i fra minste tillatte aksjekapital sjeldent satt på spissen. Ti prosent-begrensningen fanget i stor grad opp størrelsen på aksjeerhvervet før det gikk ut over aksjeselskapenes minste tillatte aksjekapital.

Vilkåret bestemt ut i fra minste tillatte aksjekapital fikk bare praktisk betydning når aksjekapitalen fratrasket ti prosent var mindre enn minste tillatte aksjekapital.<sup>63</sup> For å gi et eksempel på at et aksjeselskaps erverv av egne aksjer, en sjelden gang, ble begrenset ut fra den minste tillatte aksjekapitalen kan vi tenke oss Y AS med en aksjekapital på NOK 110 000. Innenfor ti prosent-begrensningen kunne Y AS erverve aksjer til en verdi av NOK 11 000. Som følge av begrensningen bestemt ut i fra minste tillatte aksjekapital ble imidlertid aksjeerhvervet begrenset til en verdi av NOK 10 000, slik at selskapet etter aksjeerhvervet hadde en gjenværende aksjekapital tilsvarende den minste tillatte aksjekapitalen på NOK 100 000. Begrensningen bestemt ut i fra minste tillatte aksjekapital lå nærmest som en sikkerhetsventil bak ti prosent-begrensningen. Til tross for at adgangen til å erverve egne aksjer ble tydeligere fremhevet ved vedtakelsen av aksjeloven i 1997, var adgangen fortsatt å anse som meget snever på grunn av den strenge ti prosent-begrensningen. Det ble uttalt i juridisk teori at det var en smakssak om man valgte å ta utgangspunkt i en adgang eller et forbud ved anvendelsen av aksjeloven § 9-2 slik den lød før aksjelovreformen i 2013.<sup>64</sup>

---

<sup>63</sup> Grønland (2007) side 95.

<sup>64</sup> Andenæs (2006) side 489.



## 2.2 Hensyn bak reguleringen

### 2.2.1 Kreditorvern

Reguleringen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer har helt fra vedtakelsen av forbudet i 1910 og frem til aksjelovreformen i 2013 hatt en klar side til kreditorvernet. Dette har sammenheng med at selskapenes erverv av egne aksjer har mange likhetstrekk med nedsettelse av aksjekapitalen.<sup>65</sup>

Kapitalnedsettelse går ut på at aksjeselskaper beslutter å redusere den vedtektsbestemte og registrerte aksjekapitalen ved å tilbakeføre aksjekapitalen til seg selv.<sup>66</sup> Det rettslige grunnlaget for dette er aksjeloven kapittel 12.<sup>67</sup> Nedsettelse av aksjekapitalen kan gjennomføres på to ulike måter, enten ved å redusere aksjenes pålydende eller ved å innløse et antall aksjer.<sup>68</sup> På grunn av at erverv av egne aksjer i realiteten kan bety at aksjeselskapet tilbakebetaler aksjekapital til aksjeeier som avhender aksjene, kan det føre til svekket kreditorvern fordi selskapenes underliggende verdier reduseres samtidig som at de innkjøpte egne aksjene ikke har noen reell verdi.<sup>69</sup> En slik tilbakebetaling av aksjekapital er imidlertid ikke utilbørlig dersom det følger prosedyren for kapitalnedsettelse.<sup>70</sup>

Reglene om kapitalnedsettelse verner om kreditor på en bedre måte blant annet fordi nedsettingsbeløpet ved en kapitalnedsettelse kun kan brukes til nærmere bestemte formål, herunder til dekning av tap, utdeling til aksjeeierne eller sletting av selskapets egne aksjer eller avsetning til fond, jf. aksjeloven § 12-1 første ledd nr. 1 til 3. Aksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer er imidlertid ikke betinget av at de innkjøpte aksjene skal tjene til et bestemt formål.<sup>71</sup> Prosedyren for kapitalnedsettelse er mer omfattende enn prosedyren for erverv av egne aksjer, jf. aksjeloven §§ 12-2 og 12-3. Av den grunn vil aksjeselskapers erverv av egne aksjer i noen tilfeller kunne representere et mer effektivt alternativ for selskapene, enn en kapitalnedsettelse. Det er også derfor reglene om kapitalnedsettelse i sterkere grad kan være egnet til

---

<sup>65</sup> Ot.prp.nr. 36 (1993-1997) side 108.

<sup>66</sup> Woxholth (2014) side 159.

<sup>67</sup> Reglene om kapitalnedsettelse var før aksjelovreformen i 2013 og i dag regulert i aksjeloven kapittel 12. Det vil for enkelthetens skyld vises til dagens regler om kapitalnedsettelse, ettersom likhetene mellom erverv av egne aksjer og kapitalnedsettelse er påfallende også i dag, og fordi den historiske utviklingen av reglene om kapitalnedsettelse ikke er tema for denne oppgaven.

<sup>68</sup> Jf. aksjeloven § 12-1 annet ledd. Stoveland (2004).

<sup>69</sup> Andenæs (2006) side 489-490.

<sup>70</sup> NOU 1992:29 side 107 og Ot.prp.nr.36 (1993-1994) side 108-109. Aksjeloven/allmennaksjeloven kapittel 12.

<sup>71</sup> Det fremkommer ikke noe krav om formål med aksjeervervet i aksjeloven kapittel 9 II.

å sikre kreditors interesser i at det ikke gjøres for store inngrep i selskapenes kapital, som er kreditors dekningsgrunnlag ved betalingsmislighold fra selskapet.

Det prinsipielle synet som lå bak vedtakelsen av et forbud mot aksjeselskapers erverv av egne aksjer i 1910, var at slike aksjeerverv i realiteten var innløsning av aksjer ved nedsettelse av aksjekapitalen og annullering av aksjene som ble ervervet.<sup>72</sup> Slik tilbakebetaling av aksjekapital gjennom aksjeselskapets erverv av egne aksjer kunne dermed føre til svekket kreditorvern, dersom selskapene ikke fulgte reglene om kapitalnedsettelse. For å unngå en omgåelse av reglene om kapitalnedsettelse ble det vedtatt et forbud mot erverv av egne aksjer som henviste videre til reglene om og mulighetene for kapitalnedsettelse.<sup>73</sup> Forbudet skulle videre forhindre at aksjeselskap ervervet egne aksjer med formål om å påvirke omsetningsverdien av selskapets egne aksjer.<sup>74</sup> Det kunne aksjeselskapene gjøre ved å benytte seg av selskapets kapital for å erverve egne aksjer i nedgangstider, med hensikt om å øke kursen på aksjene.<sup>75</sup> Dette kunne medføre at selskapets underliggende og aksjenes reelle verdi ble redusert fordi kapital kunne forsvinne ut av selskapet, og dermed bidra til å undergrave selskapets reelle økonomi.

Forbudet mot erverv av egne aksjer i aksjeloven 1957 hadde som formål å beskytte aksjeselskapenes likviditet og forhindre at selskapene ble tappet for aksjekapital.<sup>76</sup> Selv om det normalt er selskapets inntekt som utgjør det viktigste kredittgrunnlaget for kreditor, ble det ikke ansett for å være grunn til å lempe reglene om aksjeselskapenes adgang til erverv av egne aksjer.<sup>77</sup> Dersom aksjeselskapets inntektskilde sviktet ville det være av stor betydning for kreditorene at selskapene ikke hadde mulighet til å gjøre for store inngrep i aksjekapitalen.<sup>78</sup> Det er fordi det da var aksjekapitalen som ville utgjøre kreditorenes sikkerhet for dekning av deres krav, dersom selskapet ble betalingsudyktig.<sup>79</sup> Reglene om minste tillatte aksjekapital og reglene om nedsettelse av aksjekapitalen hadde også som formål å skape dekningsikkerhet for selskapenes kreditorer.<sup>80</sup>

---

<sup>72</sup> Udkast til Lov om Aktieselskaber Motiver (1894) del I side 35 og del II side 33.

<sup>73</sup> Jf. ordlyden i aksjeloven 1910 § 28 om at aksjeselskapene kunne erverve egne aksjer "under iagttagelse av de for aktiekapitalens nedsættelse givne regler".

<sup>74</sup> Udkast til Lov om Aktieselskaber Motiver (1894) del I side 35-36 og del II side 33.

<sup>75</sup> Udkast til Lov om Aktieselskaber Motiver (1894) del I side 35-36 og del II side 33.

<sup>76</sup> Innstilling fra aksjelovkomitèen av 1947, Oslo 1952, under "Bemerkninger til lovutkastet", side 34 og Ot. prp. nr. 4 (1957) del III side 14.

<sup>77</sup> Ot. prp. nr. 4 (1957) del III side 14.

<sup>78</sup> Ot. prp. nr. 4 (1957) del III side 14.

<sup>79</sup> Ot. prp. nr. 4 (1957) del III side 14.

<sup>80</sup> Ot. prp. nr. 4 (1957) del III side 15.

Under lovforberedelsen til aksjeloven 1957 ble det imidlertid trukket frem situasjoner som kunne tale for å gi aksjeselskapene en viss adgang til å erverve egne aksjer fordi det ikke ville gå på bekostning av kreditorenes interesser.<sup>81</sup> Eksempelet som ble skissert var der en aksjeeier, med støtte fra de øvrige aksjeeierne som ikke selv hadde mulighet for å overta aksjene, ønsket å tre ut av et aksjeselskapet, og aksjeselskapet hadde tilstrekkelig med midler til å innløse aksjene samtidig som at selskapet etter ervervet ville ha tilstrekkelig kapital til dekning av kreditorenes krav.<sup>82</sup>

Den samme begrunnelsen om beskyttelse av kreditor som lå bak forbudet i aksjeloven 1910 og aksjeloven 1957, lå også bak videreføringen av forbudet i aksjeloven 1976.<sup>83</sup>

Vedtakelsen av ti prosent-begrensningen for aksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer i 1997 sørget for at kreditorenes interesser ble godt ivaretatt i tillegg til at aksjeselskapene fikk en større, men snever, mulighet for å disponere over egen aksjekapital. Den samme begrunnelsen som lå bak forbudet mot slike aksjeerverv ble også gjort gjeldende bak ti prosent-begrensningen; Kreditor skulle beskyttes fordi aksjeselskapets erverv av egne aksjer kun i formen ga uttrykk for å være en gjensidig bebyrdende avtale, men var i realiteten en innløsning av aksjene som ble ervervet.<sup>84</sup>

Begrunnelsen bak en restriktiv adgang til å erverve egne aksjer syntes å bygge på en presumpsjon om at jo større adgang for selskapene til å omstrukturere kapitalforhold, desto større risiko er det for svekket kreditorvern. Etter mitt skjønn kan det tenkes situasjoner der aksjeselskapers erverv av egne aksjer også kan være i kreditors interesse. For å forklare hva jeg mener med dette bør det skilles mellom kreditors interesser på kort og lang sikt. På kort sikt kan selskapets erverv av egne aksjer, i overensstemmelse med det ovenstående, ikke syntes å være i kreditors interesse fordi selskapets erverv av egne aksjer kan medføre svekket likviditet. Deresom selskapet med større frihet og egne aksjer kan foreta fordelaktige disposisjoner som fører til økt likviditet i selskapet på lengre sikt, vil imidlertid dette også medføre at kreditor vil få et større dekningsgrunnlag for sine krav. Det kan stilles spørsmål om en streng regulering av aksjeselskapenes erverv av egne aksjer alltid vil bidra til å verne kreditors interesser i størst mulig grad.

---

<sup>81</sup> Ot. prp. nr. 4 (1957) del IV side 52.

<sup>82</sup> Ot. prp. nr. 4 (1957) del IV side 52.

<sup>83</sup> Innst. om lov om aksjeselskaper avgitt i mars 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen på grunnlag av oppdrag gitt ved kongelig resolusjoner 26. januar 1962 og 22. februar 1963 side 111-112.

<sup>84</sup> Andenæs (2006) side 489-490.

### 2.2.2 Minoritetsvern

I tillegg til at kreditorenes interesser kan bli negativt berørt ved aksjeselskapers erverv av egne aksjer, kan også minoritetsaksjeeierenes interesser bli negativt berørt.<sup>85</sup>

Gjennomgående er det imidlertid beskyttelse av kreditorene som har tatt stor plass ved vedtakelsen av de historiske aksjelovene, ikke beskyttelse av minoritetsaksjeeierne. En mulig begrunnelse for dette er at et forbud mot erverv av egne aksjer ikke aktualiserte noe behov for vern av minoritetsaksjeeiernes interesser, nettopp fordi aksjeselskaper ikke hadde noe særlig handlingsrom. En annen mulig begrunnelse er at minoritetsaksjeeiernes interesser i stor grad samsvarte med kreditorenes interesser når det gjaldt aksjeselskapenes adgang til å erverve egne aksjer, og at det av den grunn ikke var nødvendig med en egen begrunnelse av forbudet holdt opp mot minoritetsvernet.

Beskyttelse av minoritetsaksjeeiernes interesser kom på agendaen i forbindelse med vedtakelsen av aksjeloven i 1997.<sup>86</sup> Dette hadde sannsynligvis sammenheng med at skiftet fra et forbud til en adgang for aksjeselskapers erverv av egne aksjer, aktualiserte et behov for vern av aksjeeierminoriteten som kunne bli negativt berørt av slike aksjeerverv. Ettersom adgangen for aksjeselskapene til å erverve egne aksjer ble såpass snever som den ble, ble ikke minoritetsaksjeeiernes interesser berørt i så stor grad likevel.

Minoritetsaksjeeierne kan blant annet berøres av aksjeselskapets erverv av egne aksjer dersom noen aksjeeiere oppnår en fordel på bekostning av andre aksjeeieres interesser, typisk minoritetsaksjeeiernes interesser.<sup>87</sup> Dette kan for eksempel være at en aksjeeier gis en rett til å selge seg ut av selskapet og ikke alle aksjeeierne. Alternativet til å selge aksjen til selskapet ville jo vært å utdele utbytte til alle aksjeeierne. Hvis noen aksjeeiere ved ervervet oppnår fordeler på bekostning av andre aksjeeiere kan dette bli problematisk i forbindelse med likhetsgrunnsetningen mellom aksjeeierne, jf. aksjeloven § 4-1.<sup>88</sup>

De alminnelige reglene om myndighetsmisbruk er i stor grad egnet til å beskytte minoritetsaksjeeierne mot aksjeselskapers avtaler om erverv av egne aksjer, jf. aksjeloven §§ 5-21 og 6-

---

<sup>85</sup> Dette kommer jeg nærmere inn på i oppgavens del 3.2.2.

<sup>86</sup> Ot.prp.nr.36 (1993-1994) side 109.

<sup>87</sup> Ot.prp.nr.36 (1993-1994) side 109.

<sup>88</sup> Likelydende bestemmelse gjelder også for allmennaksjeselskaper, jf. allmennaksjeloven § 4-1 første ledd første punktum. Jeg kommer nærmere inn på forholdet mellom aksjeselskapers erverv av egne aksjer og likhetsgrunnsetningen i oppgavens del 3.2.2. Det er fordi det etter dagens regler er større adgang for aksjeselskaper til å erverve egne aksjer som dermed i ytterligere grad aktualiserer et vern av minoritetsaksjeeierne.

28.<sup>89</sup> Myndighetsmisbruksreglene ble ansett for å være tilstrekkelige for beskyttelse av minoritetsaksjeeiere ved innføringen av ti prosent-begrensningen.<sup>90</sup>

## **2.3 Avsluttende bemerkninger**

Reguleringen av aksjeselskapenes adgang til å erverve egne aksjer var før aksjelovreformen i 2013 streng. Forbudet og ti prosent-begrensningen har sannsynligvis medvirket til at aksjeselskapene ikke i så stor utstrekning ervervet egne aksjer i praksis.

Bakgrunnen for den strenge reguleringen var i all hovedsak vern av kreditorenes interesser. Reguleringen gikk dermed i stor grad ut over aksjeselskapenes muligheter for handlingsrom for å styre sine kapitalforhold, som for eksempel kan ha medvirket til å legge bånd på fremtidig planlegging. Et stort fokus på beskyttelse av kreditorenes interesser ved utformingen av reguleringen ser også ut til å ha overskygget et nærmere fokus på minoritetsaksjeeiernes interesser i at aksjeselskapene erverver eller ikke erverver egne aksjer. Dersom det legges til grunn at aksjeselskapenes adgang til å erverve egne aksjer skader kreditorenes interesser, kan det tenkes at de samme interessene i en streng regulering også gjorde seg gjeldende for beskyttelse av minoritetsaksjeeiernes interesser. Ved innføringen av ti prosent-begrensningen ble minoritetsvernet mer aktuelt, og de generelle reglene om likhet og myndighetsmisbruk ble ansett for å være tilstrekkelig.

Formålet med innføringen av ti prosent-begrensningen i 1997 var å skape en større balanse mellom aksjeeiernes interesser i å disponere over kapitalen i selskapet samtidig som at kreditors interesser ikke ble skadelidende. I praksis ble ikke formålet fullt ut realisert med tanke på aksjeeiernes muligheter for å disponere over kapitalen - til det ble ti prosent-begrensningen for streng. Kreditorenes interesser var imidlertid fortsatt godt beskyttet.

I oppgavens neste hoveddel, del 3, skal jeg starte med å behandle problemstillingen om hvilket utgangspunkt som gjelder for reguleringen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer etter den seneste aksjelovreformen i 2013. Deretter skal jeg i del 3.2 behandle problemstillingen om hvilke interesser dagens regulering av aksjeselskapers erverv av egne aksjer tar sikte på å beskytte. Til slutt skal jeg i delene 3.3 til 3.5 behandle problemstillingen om i hvilken utstrekning aksjeselskaper kan erverve egne aksjer etter dagens regulering.

---

<sup>89</sup> Se mer om myndighetsmisbruksreglene i forbindelse med vern av minoritetsaksjeeiere i oppgavens del 3.3.2.

<sup>90</sup> Ot.prp.nr.36 (1993-1994) side 109.

### 3 Reguleringen etter aksjelovreformen i 2013

#### 3.1 Adgang til å erverve egne aksjer

Formålet med aksjelovreformen i 2013, herunder utvidelsen av aksjeselskapenes adgang til å erverve egne aksjer, var særlig å gi de små aksjeselskapene større fleksibilitet til å råde over egen kapital uten at kreditor skulle miste sitt dekningsgrunnlag.<sup>91</sup> Grunnen til dette var at aksjeselskaper med en eller svært få aksjeeiere på tidspunktet før lovrevisjonen utgjorde hovedbestanddelen av aksjeselskapene i Norge.<sup>92</sup> Utfordringen ved utformingen av forenklete kapitalregler, herunder å åpne opp for en større adgang for aksjeselskaper til å kunne erverve egne aksjer, ligger i å finne "riktig balanse mellom hensynet til kreditorenes dekningsmuligheter og aksjeeiernes ønske om å unngå innlåsing av kapital i selskapene".<sup>93</sup>

Aksjeloven § 9-1 angir et forbud mot at aksjeselskaper tegner sine egne aksjer.<sup>94</sup> Bestemmelsen er etter sin ordlyd absolutt, og det er ingen unntak fra dette. Grunnen til at aksjeselskaper ikke kan tegne sine egne aksjer er faren for at selskapet ved aksjetegning ikke tilføres ny kapital slik at aksjekapitalen ikke gjenspeiler aksjenes reelle underliggende.<sup>95</sup> Forbudet mot at selskapet tegner sine egne aksjer har størst praktisk betydning ved forhøyelse av aksjekapitalen og under stiftelse og registrering av aksjeselskapet.<sup>96</sup>

Aksjeloven § 9-2 angir et avtalerettslig grunnlag for aksjeselskapers erverv av egne aksjer som lyder:

*"(1) Et aksjeselskap kan erverve egne aksjer på annen måte enn ved tegning etter reglene i dette kapitlet."*<sup>97</sup>

---

<sup>91</sup> Innst. 347 L (2012-2013) side 1 og Prop. 111 L (2012-2013) side 5.

<sup>92</sup> Innst. 347 L (2012-2013) side 2. Jf. tall fra statistisk sentralbyrå som viser at 77 prosent av aksjeselskapene og allmennaksjeselskapene bare har en eller to aksjeeiere (per 1. januar 2011).

<sup>93</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 47. Se oppgavens del 1.4 om forarbeidenes sterke betydning på området.

<sup>94</sup> Det samme gjelder for allmennaksjeselskaper, jf. allmennaksjeloven § 9-1.

<sup>95</sup> Andenæs (2006) side 484.

<sup>96</sup> Andenæs (2006) side 482. Aksjeloven kapittel 10 regulerer forhøyelse av aksjekapitalen og aksjeloven kapittel 2 regulerer stiftelse av aksjeselskaper.

<sup>97</sup> Det samme utgangspunktet gjelder for allmennaksjeselskapers erverv av egne aksjer, jf. allmennaksjeloven § 9-2 første ledd, jf. kapitaldirektivet artikkel 21 punkt 1 som regulerer allmennaksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer og gir uttrykk for at medlemsland "*may permit a company to acquire its own shares*". Artikkelen legger opp til at medlemsstatene står fritt til å innføre en regel om erverv av egne aksjer, jf. ordlyden "*Member states may*". Dersom et medlemsland velger å innføre reglen, følger det av ordlyden av i artikkel 21 at landet dermed "*shall make such acquisitions subject to the following conditions*". Artikkel 21 skiller mellom obligatoriske og frivillige vilkår. Et av de valgfrie vilkårene gir medlemslandet adgang til å bestemme at det skal være en øvre grense for verdien av aksjene som erverves av allmennaksjeselskapet, og

Ordlyden i aksjeloven § 9-2 gir uttrykk for at utgangspunktet er en adgang for at aksjeselskaper kan erverve egne aksjer. Bestemmelsen gir ikke lenger uttrykk for et forbud, selv om det fortsatt oppstilles begrensninger. En adgang for selskapenes erverv av egne aksjer kan sees på som en forsterkelse av prinsippet om at aksjer fritt kan omsettes.<sup>98</sup> Til tross for at prinsippet om aksjers frie omsettelig alltid har vært koblet opp mot aksjeselskapsformen, utgjør en videre adgang for aksjeselskapers erverv av egne aksjer at ytterligere en barriere for aksjenes omsettelighet nå er utvidet, fordi enda en potensiell ervervsgruppe tillates å erverve aksjene. Selv om aksjeselskapers erverv av egne aksjer fortsatt forutsetter at nærmere bestemte vilkår er oppfylt, benytter jeg innfallsvinkelen om at bestemmelsen nå gir uttrykk for en adgang. Denne innfallsvinkelen synes å passe best i overensstemmelse med bestemmelsens ordlyd og lovens oppbygning.

Aksjeselskapers erverv av egne aksjer forutsetter at det foreligger en avtale om overdragelse av aksje mellom selgende aksjeeier og aksjeselskapet. Det fremkommer tydelig av aksjeloven § 9-7 første ledd som regulerer tilfeller der aksjeselskaper har "inngått en *avtale* om erverv av en aksje eller avtalepant i strid med reglene i §§ 9-2 til 9-5" hvilket gjør "*avtalen* ugyldig".<sup>99</sup> Aksjeloven § 9-2 første ledd regulerer selve ervervet av aksjene, og ikke de situasjoner der aksjeselskaper allerede eier sine egne aksjer i strid med bestemmelsene i aksjeloven kapittel 9 II.<sup>100</sup> Utover de vilkårene som følger av kapittel 9 stiller ikke aksjeloven noen krav til selve avtaleinngåelsen og gjennomføringen av avtalen når et aksjeselskap erverver sine egne ak-

---

at denne grensen ikke skal være lavere enn ti prosent av aksjekapitalen, jf. kapitaldirektivet artikkel 21 pkt. 1 andre bokstav som lyder: "Member States *may* subject acquisitions [...] and shares acquired by a person acting on his own name but on the company's behalf, may not exceed a limit to be determined by Member States; that limit *may not be* lower than 10 % of the subscribed capital". Liberaliseringen av kapitaldirektivet medførte at denne ti prosent-begrensningen gikk fra å være et obligatorisk til frivillig vilkår ved innføring av artikkel 21. Opphevelsen av ti prosent-begrensningen har som mål å gi selskapene større rom for å disponere over deres kapital. Dette kan igjen kan medføre at selskapene blir mer tilpasningsdyktige i et stadig voksende marked utover landegrenser og medvirke til et konkurransedyktig indre marked. Høy konkurransedyktighet kan imidlertid gå på bekostning av kreditors interesser og opprettholdelsen av et funksjonelt indre marked. En risiko knyttet til mindre rigide regler, på et rettsområde som i stor grad dreier seg om økonomisk vekst og konkurranse, er en økning i tilfeller av omgåelse av reglene eller løsninger som ligger helt på grensen av loven. Prop. 111 L (2012-2013) side 84-85.

<sup>98</sup> Aksjeloven/allmennaksjeloven § 4-15 første ledd.

<sup>99</sup> Mine uthevinger.

<sup>100</sup> Grønland (2007) side 28-29.

sjer.<sup>101</sup> Generalforsamlingen kan imidlertid oppstille nærmere bestemte krav i fullmakt til styret ved selskapets erverv av egne aksjer, jf. aksjeloven § 9-4 første til tredje ledd.<sup>102</sup>

Før jeg går over til å behandle problemstillingen om i hvilken utstrekning aksjeselskaper kan erverve egne aksjer etter dagens regulering, skal jeg først undersøke hvilke interesser reguleringen tar sikte på å ivareta etter aksjelovreformen i 2013.<sup>103</sup>

## **3.2 Hensyn bak reguleringen**

### **3.2.1 Kreditorvern**

Som nevnt i del 2.2 har aksjelovens bestemmelse om erverv av egne aksjer tradisjonelt hatt et overordnet formål om å beskytte viktige tredjemannsinteresser som knytter seg til selskapet, spesielt selskapskreditorene.<sup>104</sup> Dette er fortsatt et relevant hensyn også etter aksjelovreformen i 2013. Ved utformingen av regelen i forbindelse med reformen i 2013 ble det imidlertid lagt vekt på at aksjeloven ikke skulle legge unødvendige byrder på selskapene, selv om reglene skal ivareta og balansere flere og til dels motstridende interesser.<sup>105</sup> Aksjelovens regler, herunder regelen om erverv av egne aksjer, bør ha som utgangspunkt at aksjeeierne fritt kan innrette selskapsforholdet slik de selv finner hensiktsmessig, med mindre vesentlige hensyn taler

---

<sup>101</sup> Det er heller ikke for allmennaksjeselskapers erverv av egne aksjer noe lovbestemt krav om at allmennaksjeselskapet før ervervet må gi samtlige aksjeeiere tilbud, jf. Grønland (2007) side 84. For notert allmennaksjeselskap gjelder imidlertid reglene om tilbudsplikt dersom den som erverver aksjer blir eier av mer enn 1/3 av stemmene, jf. Lov 29 juni 2007 nr. 29 om verdipapirhandel (heretter verdipapirhandelloven) § 6-1.

<sup>102</sup> Dette kommer jeg tilbake til i oppgavens del 3.3.1.

<sup>103</sup> Ettersom aksjelovens historie kan spores tilbake til et nordisk samarbeid med vedtakelsen av aksjeloven 1910, kan det være interessant å se på hvordan rettstilstanden er i de andre nordiske landene i dag. Hensynet til rettsenhet har på grunn av det nordiske aksjelovsamarbeidet tradisjonelt spilt en stor rolle ved utforming av rettsreglene. I forbindelse med aksjelovreformen i 2013 ble det ved spørsmålet om aksjelovens bestemmelser om erverv av egne aksjer skulle lempes, sett hen til hvilke løsninger som ble valgt i de andre nordiske landene. Det kan det tenkes at hensynet til rettsenhet i Europa bør spille en større rolle enn hensynet til rettsenhet i Norden i dag, på grunn av Norges forpliktelser som følge av EØS-avtalen.

Den danske har åpnet for en adgang for aksjeselskaper til å erverve egne aksjer, uten en grense for hvor stor del av aksjene som kan erverves, jf. Bekendtgørelse nr. 649 af 15/06/2006 af lov om aktieselskaber (Aktieselskabsloven) kapitel 8. Det samme gjelder den finske reguleringen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer. Den svenske lovgivningen har opprettholdt det nordisk forankrede forbudet mot kjøp av egne aksjer inntil videre, men forbudet er foreslått opphevet uten noen grense for hvor stor del av aksjene som kan erverves, jf. SOU 2009:34 Förenklingar i aktiebolagslagen m.m. side 236-240. Utviklingsmønsteret i Norden kan bidra med å stabilisere regelverkskonkurransen om å ha den mest attraktive aksjelovgivningen mellom de nordiske landene. Prop. 111 L (2012-2013) side 89 og Knudsen (2011) side 100.

<sup>104</sup> Det vises i denne sammenheng til behandlingen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer sine likhetstegn med kapitalnedsettelse i oppgavens del 2.2.1.

<sup>105</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 10.



mot det.<sup>106</sup> Et hovedhensyn bak liberaliseringen av aksjelovens regler er å legge til rette for at selskaper selv kan vurdere hva de har behov for av egenkapital.<sup>107</sup>

Et hensyn som talte mot lempingen av aksjeloven § 9-2 i 2013 var at en videre adgang for aksjeselskaper til å erverve egne aksjer kunne svekke selskapets egenkapital og likviditet som igjen vil svekke kreditorvernet.<sup>108</sup>

Økt fleksibilitet i lovgivningen til fordel for aksjeselskaper kan komme i en viss motstrid med ønsket om regelforenkling.<sup>109</sup> Større valgfrihet til fordel for aksjeselskapene kan gi behov for ytterligere regulering for å sikre tredjemannsinteresser, for eksempel kreditor.<sup>110</sup> Ettersom aksjeloven primært regulerer forholdet mellom private aktører vil endring av reglene for å forbedre en parts rettsstilling, her aksjeselskapet, kunne gå ut over andre parter motstridende interesser, for eksempel kreditor.<sup>111</sup>

En forenkling av loven vil dermed, til en viss grad, innebære et spørsmål om hvilke næringslivsinteresser som skal favoriseres.<sup>112</sup> På den ene siden bør aksjelovgivningen verne interessegrupper som kreditor og minoritetsaksjeeiere.<sup>113</sup> På den andre siden skal disse interessene veies opp mot hensynet til at aksjeselskapet kan drives effektivt og utnytte kapitalen på en hensiktsmessig måte.<sup>114</sup> Som jeg fremhevet i oppgavens del 2.2.1 kan det tenkes å være i kreditors langsiktige interesse at aksjeselskapet får en mer fleksibel adgang til å erverve egne aksjer.

Som jeg vil beskrive nærmere i oppgavens del 3.5.1 vil kreditorenes interesse også bli ivare tatt gjennom det alminnelige kravet til forsvarlig egenkapital. Dette innebærer at dersom selskapet ikke har tilstrekkelig fri egenkapital, altså utdelingskapasitet, ut i fra en forsvarlighetsvurdering vil dette innebære en tilsvarende begrensning i adgangen til å erverve egne aksjer. Dersom aksjeselskapet på tross av manglende utdelingskapasitet beslutter og gjennomfører et erverv av egne aksjer, kan selskapets styre risikere å komme i et erstatningsansvar, jf. aksjeloven § 17-1.

---

<sup>106</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 16.

<sup>107</sup> Knudsen (2011) side 87.

<sup>108</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 88.

<sup>109</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 16.

<sup>110</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 16.

<sup>111</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 19.

<sup>112</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 19.

<sup>113</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 21.

<sup>114</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 21.

### 3.2.2 Minoritetsvern

I tillegg til kreditorinteressene står behovet for beskyttelse av aksjeeierne i selskapet, og da i særlig grad minoritetsaksjeeierne, i sentrum ved utformingen av bestemmelsene om aksjeselskapers erverv av egne aksjer.<sup>115</sup>

Utgangspunktet for aksjeselskapers erverv av egne aksjer skal være at ervervet representerer selskapets og aksjeeiernes felles interesse, og at den fordelen det kan innebære for en aksjeeier å selge sine aksjer til selskapet bygger på en grundig og saklig vurdering.<sup>116</sup> Som jeg allerede har vært inne på har aksjeselskapers erverv av egne aksjer derfor en side til likhetsgrunnsetningen, jf. aksjeloven § 4-1.<sup>117</sup>

Likhetsgrunnsetningen går ut på at alle aksjer gir lik rett i selskapet. Det betyr at alle aksjeeierne gjennom sine aksjer har lik rett på de fordeler som oppnås av aksjeselskapets virksomhet og overskudd.<sup>118</sup> Likhetsgrunnsetningen innebærer at også forbudet mot myndighetsmisbruk kan få betydning ved aksjeselskapers erverv av egne aksjer, jf. aksjeloven §§ 5-21 og 6-28.<sup>119</sup> Likhetsgrunnsetningen og forbudet mot myndighetsmisbruk utgjør dermed generelle skranker for aksjeselskapers erverv av egne aksjer. Et av de viktigste hensynene som talte mot en liberalisering av aksjeloven § 9-2 i 2013 var risikoen for brudd på likhetsgrunnsetningen mellom aksjeeiere.<sup>120</sup> Det kan virke som at jo videre adgang for aksjeselskapet til å erverve egne aksjer, desto høyere fare er det for brudd på likhetsgrunnsetningen. Selskaper kan imidlertid, gjennom vedtektene, avtale seg bort fra likhetsgrunnsetningen, jf. aksjeloven § 4-1 første ledd annet punktum og annet ledd, jf. § 2-2.

Minoritetsaksjeeiernes interesser kan berøres negativt dersom prisen på aksjene som aksjeselskapet skal erverve avviker vesentlig fra markedsverdien av aksjene.<sup>121</sup> Underprisede aksjer kan føre til svekket kapitalgrunnlag for utdeling til aksjeeiere, som ikke bare berører minoritetsaksjeeierne, men også de øvrige aksjeeierne.<sup>122</sup>

---

<sup>115</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 16. Aarbakke m.fl. (2012) side 623.

<sup>116</sup> Aarbakke m.fl. (2012) side 621.

<sup>117</sup> Aarbakke m.fl. (2012) side 621. Likhetsgrunnsetningen og forbudet mot myndighetsmisbruk gjelder også for allmennaksjeselskapers erverv av egne aksjer, allmennaksjeloven §§ 4-1, 5-21 og 6-28. Kapitaldirektivet artikkel 21 regulerer likhetsgrunnsetningen ved erverv av egne aksjer med ordlyden om at "the principle of equal treatment of all shareholders who are in the same position" skal overholdes ved aksjeervervet. Når likhetsgrunnsetningen i kapitaldirektivet er presisert så tydelig i forbindelse med adgangen til å erverve egne aksjer tyder det på at det foreligger et spenningsforhold mellom de to reglene.

<sup>118</sup> Woxholth (2014) side 72-73.

<sup>119</sup> Aarbakke m.fl. (2012) side 621.

<sup>120</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 84.

<sup>121</sup> Ot.prp.nr.36 (1993-1994) side 109.

<sup>122</sup> Ot.prp.nr.36 (1993-1994) side 109.

Aksjeloven §§ 3-8 og 3-9 skal imidlertid sørge for at avtaler mellom aksjeselskapet og aksjeeier, eller internt i et aksjekonsern, inngås etter et armlengdeprinsipp, det vil si på vanlige forretningsmessige vilkår.<sup>123</sup> Dette må antas å gjelde både for avtaler om aksjeselskapets erverv av egne aksjer og for fastsettelse av den prisen som aksjeselskapet skal erverve aksjene for. Handel i egne aksjer som gjennomføres på en armlengdes avstand vil dermed være med på å redusere risikoen for brudd på likhetsgrunnsetningen, som vil beskytte minoritetsaksjeeiernes interesser.<sup>124</sup>

Dersom aksjeselskapet erverver egne aksjer av en aksjeeier ved å betale en pris som overstiger markedsverdi av aksjene kan det utgjøre en urimelig fordel for selgende aksjeeier fordi det går på bekostning av de andre aksjeeiernes rett til selskapskapitalen.<sup>125</sup> Det er derfor det er antatt i juridisk teori at det kan innebære et brudd på de alminnelige misbruksreglene i aksjeloven § 6-28 dersom prisen aksjeselskapet betaler per aksje overstiger markedsprisen for aksjene.<sup>126</sup> Et aksjeselskap kan imidlertid ha et sterkt ønske om å kjøpe ut en aksjeeier av ulike årsaker, og av den grunn betaler overpris for aksjene.<sup>127</sup> Dersom overprisen kan begrunnes ut i fra bedriftsøkonomiske hensyn som er i selskapets interesse, er det ikke alltid at et slikt aksjeverv vil representere et brudd med likhetsgrunnsetningen og forbudet mot forskjellsbehandling.<sup>128</sup>

Brudd på likhetsgrunnsetningen vil ved aksjeselskapers erverv av egne aksjer, som ellers i selskapsretten, være en utfordring som fanges opp av de prinsipielle bestemmelsene i aksjeloven §§ 5-21 og 6-28 første ledd.<sup>129</sup> Dersom det skulle legges avgjørende vekt på risikoen for brudd på likhetsgrunnsetningen vil det tale mot en lemping av reglene og snarere for en innskrenkning av aksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer.<sup>130</sup> Minoritetsvern har ikke hatt avgjørende betydning for aksjelovreformen i forbindelse med en lemping av aksjeloven § 9-2. Dette kan imidlertid ha sammenheng med at det er andre regler i aksjeloven som i tilstrekkelig grad verner om minoritetsaksjeeiernes interesser. Og lovgiver har vært opptatt av at disse reglene har vært tilstrekkelig til å verne minoritetsaksjeeiernes interesser ved aksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer.

---

<sup>123</sup> Bestemmelsen har en side til kapitaldirektivet artikkel 13, men går lenger enn det som minimum kreves etter direktivet. Bråthen (2013) side 126.

<sup>124</sup> Bråthen (2013) side 126.

<sup>125</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 89. Grønland (2007) side 84.

<sup>126</sup> Truyen (2004) side 319-320.

<sup>127</sup> Grønland (2007) side 84.

<sup>128</sup> Grønland (2007) side 84.

<sup>129</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 86.

<sup>130</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 89.

Etter mitt skjønn kan det i noen tilfeller tenkes at en vid adgang for aksjeselskapers erverv av egne aksjer ikke nødvendigvis vil være i strid med minoritetsaksjeeiernes interesser. For de aksjene som aksjeselskapet selv eier kan det ikke utøves noen stemmerett på generalforsamlingen. Minoritetsaksjeeiernes stemmer på generalforsamlingen kan dermed, dersom selskapet erverver egne aksjer, få økt betydning og innflytelse over de beslutningene som skal tas i aksjeselskapet.

Jeg skal nå gå over til å behandle problemstillingen om i hvilken utstrekning aksjeselskaper kan erverve egne aksjer etter dagens regulering. For å sikre en ryddig behandling av problemstillingen vil jeg dele opp denne behandlingen i de prosessuelle, de formelle og de materielle vilkårene som må være oppfylt for at aksjeselskapet skal kunne erverve egne aksjer. Til slutt skal jeg i oppgavens del 4 presentere mine konklusjoner og forsøke å samle trådene for oppgavens tema, for på den bakgrunn å kunne knytte noen bemerkninger til om det har skjedd et skifte i vektingen av hvilke hensyn som ligger til grunn for reguleringen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer. Jeg starter med å behandle de prosessuelle vilkårene om hvem som kan beslutte at aksjeselskapet skal erverve egne aksjer i del 3.3.1, før jeg knytter noen korte bemerkninger til registreringen av slike aksjeervervet i del 3.3.2.

### **3.3      Prosessuelle vilkår**

#### **3.3.1    Fullmakt fra generalforsamlingen**

I denne delen skal spørsmålet om hvem som kan beslutte at aksjeselskapet skal erverve sine aksjer behandles.

Av aksjeloven § 9-4 første til tredje fremkommer de prosessuelle vilkårene for et aksjeselskaps kjøp av egne aksjer. Bestemmelsen lyder:

*"(1) Selskapet kan bare erverve egne aksjer dersom generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring har gitt styret fullmakt til å foreta slike erverv.*

*(2) Fullmakten skal gjelde for et bestemt tidsrom, som ikke kan være lenger enn to år. Fullmakten skal angi den høyeste pålydende verdien av de aksjer som selskapet i alt kan erverve, og det minste og høyeste beløp som kan betales for aksjene.*

*(3) Generalforsamlingen skal også angi på hvilke måter erverv og avhendelse av egne aksjer kan skje.*"<sup>131</sup>

Som det fremkommer av bestemmelsen er beslutning om erverv av egne aksjer en to trinns prosess. Først må generalforsamlingen tildele en fullmakt som registreres, deretter må styret beslutte å benytte seg av fullmakten og holde seg innenfor fullmaktens grenser. Fullmakten angir de ytre grensene for selskapenes erverv av egne aksjer. Styret må for det første holde seg innenfor den øvre og nedre grensen som er fastsatt i fullmakten. For det andre må styret, uavhengig av fullmaktens ytre grenser, foreta en konkret vurdering av om selskapet skal benytte seg av fullmakten og dermed erverve egne aksjer.<sup>132</sup>

Beslutning om tildeling av fullmakten krever tilslutning av aksjeeierne på samme måte som for beslutning om vedtektsendring, det vil si fra minst to tredeler av de avgitte stemmer og av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen, jf. aksjeloven § 5-18 første ledd. Flertallskravet skal bidra til å sikre at aksjeselskapene ikke omgår reglene om kapitalnedsettelse ved å benytte seg av adgangen til å erverve egne aksjer for å tømme selskapet for kapital.<sup>133</sup> Når det stilles samme flertallskrav til både erverv av egne aksjer og til kapitalnedsettelse, vil ikke et av alternativene være lettere enn det andre å gjennomføre for selskapet. På denne måten bidrar flertallskravet med å verne om kreditors interesser.

Det skal i fullmakten avgjøres hvor lenge den skal gjelde, men gyldigheten av fullmakten kan ikke være lenger enn to år, jf. aksjeloven § 9-4 annet ledd. På dette punkt er aksjeloven strengere enn kapitaldirektivet som angir at fullmakten ikke skal gjelde lenger enn fem år.<sup>134</sup> Siden kapitaldirektivet kun angir minimumsstandarder er det ikke noe i veien for at medlemsland vedtar strengere regler enn de som følger av direktivet. En strengere bestemmelse for varigheten av fullmakten vil i større grad sikre at alle aksjeeierne har mulighet for å utøve

---

<sup>131</sup> De samme vilkårene for fullmakt fra generalforsamlingen gjelder ved allmennaksjeselskapers erverv av egne aksjer, jf. allmennaksjeloven § 9-4. Kapitaldirektivet regulerer at "authorisation shall be given by the general meeting". Kapitaldirektivet angir at maksimal gyldighet på fullmakten skal være fem år, men at det er opp til nasjonale myndigheter å fastsette nærmere grenser for maksimal og minimum gyldighetsperiode. Kapitaldirektivet legger også opp til at det er generalforsamlingen som skal avgjøre om selskapet skal erverve sine egne aksjer. Det er i direktivet også lagt til generalforsamlingen å bestemme hvilke vilkår som skal knyttes til selskapets erverv av egne aksjer. Vilårene som etter direktivet kan knyttes til selskapets erverv av egne aksjer går i all hovedsak ut på å fastsette eventuelle betingelser for ervervet, maksimalt antall aksjer som skal kunne erverves og for hvor lang tid generalforsamlingens tillatelse til å erverve egne aksjer skal vare.

<sup>132</sup> Dette kommer jeg nærmere inn på i oppgavens del 3.5.1.

<sup>133</sup> Bråthen (2013) side 107 og 214. Likhetstrekkene mellom erverv av egne aksjer og kapitalnedsettelse er behandlet i oppgavens del 2.2.1. Se mer om forholdet mellom erverv av egne aksjer og kapitalnedsettelse i NOU 1992: 29 side 112, Prop.111 L (2012-2013) side 89 og Aarbakke m.fl. (2012) side 632.

<sup>134</sup> Om kapitaldirektivets betydning for utformingen av aksjelovens regler om erverv av egne aksjer se oppgavens del 1.4.

innflytelse over spørsmålet om selskapet skal kjøpe sine egne aksjer.<sup>135</sup> En lang fullmaktsperiode kan føre til at generalforsamlingen, og dermed den enkelte aksjeeier, i større grad blir satt på sidelinjen.<sup>136</sup> Det som taler for en lang fullmaktsperiode er at det kan bidra med å gi styret utvidet handlefrihet og et bedre grunnlag for langsiktig planlegging for å ivareta selskaps interesser. Styrets forvalteransvar kan tenkes å ligge som en sikkerhetsventil og innskrenke styrets handlefrihet, jf. aksjeloven § 6-12. Dette vil kunne medføre større grad av beskyttelse av minoritetsaksjeeierne og kreditor.

Grunnen til at en fullmaktsperiode på fem år ikke ble innført i aksjeloven er fordi aksjeselskapet kan gjennomgå store forandringer i løpet av en så lang periode.<sup>137</sup> Større forandringer i aksjeselskapet kan medføre at de faktiske forutsetningene som begrunnet at fullmakten ble gitt, ha endret seg eller falt bort.<sup>138</sup> Det kan for eksempel ha kommet inn nye aksjeeiere i aksjeselskapet og styrets sammensetning kan ha forandret seg.<sup>139</sup> Selv om en fullmakt uten tilstrekkelig støtte av aksjeeierne kan tilbakekalles, ble det av hensyn til både gamle og nye aksjeeiere ansett som mer hensiktsmessig at det ikke går mer enn to år mellom en fullmaktsperiode av gangen.<sup>140</sup> Fullmakten kan tilbakekalles på samme måte som den er gitt, altså ved beslutning i generalforsamling.<sup>141</sup> Det vil sannsynligvis ikke kreves kvalifisert flertall for å tilbakekalle en fullmakt om erverv av egne aksjer, slik at alminnelig flertall vil være tilstrekkelig.<sup>142</sup>

I tillegg til at generalforsamlingen kan tilbakekalle fullmakten, er det også andre argumenter som taler for at en fullmakt fra generalforsamlingen bør ha lenger varighet enn to år.<sup>143</sup> En lengere varighet vil for eksempel kunne virke tids- og arbeidsbesparende for generalforsamlingen som slipper å avholde og stemme for gjentakende fullmakt hvert andre år. Avveiningen av hvor lang eller kort perioden for fullmakten er ikke opplagt.<sup>144</sup>

---

<sup>135</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 85.

<sup>136</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 85.

<sup>137</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 89.

<sup>138</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 89.

<sup>139</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 89.

<sup>140</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 89.

<sup>141</sup> Aarbakke m.fl. (2012) side 632.

<sup>142</sup> Aarbakke m.fl. (2012) side 632.

<sup>143</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 89.

<sup>144</sup> I denne forbindelse kan det for eksempel vises til de varierende reglene om dette i de andre nordiske landene. Danmark opererer med en periode på fem år, Finland med atten måneder og Sverige med forslag om at generalforsamlingen selv skal beslutte om selskapet skal erverve egne aksjer. Prop. 111 L (2012-2013) side 89.

Aksjeloven § 9-4 annet og tredje ledd stiller også andre krav til fullmaktens innhold. Fullmakten skal angi den høyeste pålydende verdien av de aksjene som selskapet skal erverve, samt minste og høyeste beløp som skal betales for den enkelte aksje som selskapet skal erverve. Fullmakten skal også angi på hvilke måter erverv og avhendelse av aksjeselskapets egne aksjer kan skje. Formålet med å angi på hvilke måter handel i egne aksjer kan skje er å gjøre generalforsamlingen oppmerksom på aksjeervervets side til prinsippet om likebehandling av aksjeeierne.<sup>145</sup>

Det er i utgangspunktet ikke noe i veien for at generalforsamlingen delegerer ansvaret om å beslutte på hvilke måter handel i egne aksjer skal skje til styret, jf. aksjeloven § 5-1.<sup>146</sup> Dette endrer imidlertid ikke de prosessuelle kravene som stilles i aksjeloven § 9-4 første til tredje ledd, og det blir i så fall også opp til styret å sørge for at likebehandlingen av aksjeeierne ivaretas ved aksjeselskapets erverv og avhendelse av egne aksjer.<sup>147</sup>

### 3.3.2 Registrering i Foretaksregisteret

Aksjeselskapers beslutning om tildeling av fullmakt til erverv av egne aksjer må registreres før styret kan benytte seg av fullmakten, jf. aksjeloven § 9-4 fjerde ledd:

*”(4) Generalforsamlingens beslutning skal meldes til Foretaksregisteret og må være registrert før aksjer kan erverves i henhold til fullmakten.”*

Registreringen av aksjeselskapets beslutning om å tildele styret fullmakt til å erverve selskapets egne aksjer skjer ved at aksjeselskapet melder beslutningen til Foretaksregisteret. Et spørsmål i denne forbindelse er om fullmakten må være registrert før styret beslutter seg for å benytte fullmakten eller om det er tidspunkt for selve avtalen om erverv av aksjer eller om faktisk gjennomføring av ervervet som er avgjørende. Isolert sett taler ordlyden for at det enten er avtaletidspunktet eller gjennomføringstidspunktet som er relevant. Dersom en ser bestemmelsen i sammenheng med aksjeloven § 9-7 første ledd "har inngått avtale" gir det etter mitt skjønn best mening å legge avtaletidspunktet til grunn. Fullmakten må derfor være registrert før avtale inngås.

---

<sup>145</sup> Bråthen (2013) side 107 og Aarbakke m.fl. (2012) side 633. Om likebehandlingsprinsippet vises det til oppgavens del 3.2.2.

<sup>146</sup> Aarbakke m.fl. (2012) side 633.

<sup>147</sup> Ot.prp nr. 23 (1996-97) side 103. Aarbakke m.fl. (2012) side 633.

Foretaksregisteret skal "sikre rettsvern og økonomisk oversikt, og er en viktig kilde for alle som trenger korrekte opplysninger om aktørene i norsk næringsliv".<sup>148</sup> Registreringen bidrar til å gi kreditorene mulighet for å holde en oversikt over beslutninger som tas i aksjeselskapet, herunder erverv av egne aksjer, som kan påvirke deres dekningsgrunnlag. Registreringen av fullmakten henger sammen med aksjeloven § 9-7 om virkningene av ulovlig erverv av egne aksjer. Aksjeloven § 9-7 regulerer at en avtalepart i god tro kan kreve at en avtale om erverv av selskapets egne aksjer blir oppfylt, selv om avtalen er inngått i strid med reglene i aksjeloven §§ 9-2 til 9-5.

Det kan for eksempel tenkes at styret ikke hadde fullmakt fra generalforsamlingen til å foreta erverv av selskapets egne aksjer, eller at avtalen om aksjeerhvervet ble inngått i strid med fullmakten fra generalforsamlingen, jf. aksjeloven § 9-4. I slike tilfeller skal registreringsplikten hindre at tredjemenn i henhold til aksjeloven § 9-7, kan påberope seg god tro som grunnlag for at avtalen er gyldig.<sup>149</sup> Det som er registrert i Foretaksregisteret regnes for å ha kommet til tredjemanns kunnskap og utelukker dermed god tro-virkninger.<sup>150</sup> Når tredjemenn ikke kan tvinge gjennom ugyldige avtaler om erverv av egne aksjer bidrar det til å verne om mindretallsaksjeeiernes og kreditorenes interesser.

Jeg skal nå gå over til behandlingen av de formelle vilkårene som stilles til aksjeselskapers erverv av egne aksjer. Jeg starter med den generelle utdelingsrammen i del 3.4.1, før jeg går over på særregelen som gjelder for aksjeselskapers erverv av egne aksjer i del 3.4.2.

### **3.4 Formelle vilkår**

#### **3.4.1 Utdelingsrammen**

Når et aksjeselskap skal erverve sine egne aksjer må det først sees hen til den generelle utdelingsadgangen som fremkommer av aksjeloven § 9-3, jf. § 8-1 første til tredje ledd. Utdeling defineres i aksjeloven § 3-6 annet ledd som "enhver overføring av verdier som direkte eller indirekte kommer aksjeeieren til gode". Aksjeloven § 3-6 er et utslag av risikoen for misbruk av aksjeselskapsformen, og skal forhindre at selskapets verdier overføres til aksjeeiere i strid med selskapsformen, som igjen vil gå på bekostning av kreditorene, øvrige aksjeeiere og minoritetsaksjeeiere.<sup>151</sup>

---

<sup>148</sup> Se Foretaksregisterets hjemmesider på <http://www.brreg.no/registre/foretak/> (avlest 20.04.2015).

<sup>149</sup> Lov av 21 juni 1985 nr. 78 om registrering av foretak (foretaksregisterloven) § 10-1 første ledd. Aarbakke m.fl. (2012) side 633.

<sup>150</sup> Foretaksregisterloven § 10-1 første ledd.

<sup>151</sup> Reinertsen (2014) side 24.



Ordlyden i aksjeloven § 3-6 annet ledd peker i retning av at det skjer en overføring av selskaps verdier til fordel for en aksjeeier, med det resultat at selskapets verdier reduseres.<sup>152</sup> Terminologisk sett vil aksjeselskapers erverv av egne aksjer antakelig ikke være en egentlig utdeling, fordi det vederlaget som selskapet betaler for aksjene ikke representerer en overføring fra selskapet og ut av selskapet. Og forutsatt at aksjen som erverves representerer underliggende verdier tilsvarende vederlaget som selskapet betalte for aksjen, har det reelt sett ikke skjedd en reduksjon av selskapets totale kapital, men snarere en forflytting av selskapets kapital og verdier. En forståelse av aksjeloven § 3-6 annet ledd kan dermed være at en utdeling representerer en måte for aksjeselskapet å bruke selskapets frie kapital.<sup>153</sup>

Uavhengig av de terminologiske utfordringene, setter utdelingsbegrepet en formell ramme for de disposisjoner som aksjeselskapet kan foreta, herunder erverv av egne aksjer.<sup>154</sup> Aksjeloven § 9-3 stiller formelle krav til selskapets saksbehandling, som dermed supplerer regelen i aksjeloven § 3-6 første ledd.<sup>155</sup>

Den generelle utdelingsrammen fremkommer av aksjeloven § 8-1 første til tredje ledd. Bestemmelsens første ledd lyder:

*"(1) Selskapet kan bare dele ut utbytte så langt det etter utdelingen har tilbake netto eiendeler som gir dekning for selskapets aksjekapital og øvrig bundet egenkapital etter §§ 3-2 og 3-3. Beregningen skal foretas på grunnlag av balansen i selskapets sist godkjente årsregnskap, likevel slik at det er den registrerte aksjekapitalen på beslutningstidspunktet som skal legges til grunn."*

Aksjeselskaper kan som utgangspunkt bare erverve egne aksjer dersom det har en egenkapital som overstiger aksjeselskapets aksjekapital og øvrig bundet kapital.<sup>156</sup> I praksis betyr det at aksjeselskapet må ha et overskudd som kan finansiere aksjeselskapets erverv av aksjene. Utdelingsadgangen kan imidlertid begrenses i vedtektene, jf. aksjeloven § 2-2, som dermed kan gå ut over aksjeselskapets adgang til å erverve egne aksjer. Formålet med utdelingsrammen i aksjeloven er å beskytte aksjeselskapenes kapital.<sup>157</sup> Dette medvirker til å beskytte kreditorenes interesser i å ha et dekningsgrunnlag ved aksjeselskapenes betalingsmislighold. Det å ha

---

<sup>152</sup> Reinertsen (2014) side 66-67.

<sup>153</sup> Reinertsen (2014) side 67.

<sup>154</sup> Reinertsen (2014) side 43.

<sup>155</sup> Reinertsen (2014) side 45.

<sup>156</sup> "Øvrig bundet egenkapital" er fond for urealiserte gevinster og fond for vurderingsforskjeller, jf. aksjeloven §§ 3-2 og 3-3.

<sup>157</sup> Forutsatt i blant annet Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) side 45 og NOU 1996: 3 side 28.

en ramme for aksjeselskapenes erverv av egne aksjer medvirker også til at minoritetsaksjeeierne beskyttes mot at forholdet mellom selskapet og aksjeeier påvirker aksjeervervet på en urimelig måte i forhold til de øvrige aksjeeierne.<sup>158</sup>

For å eksemplifisere den generelle utdelingsadgangen kan vi tenke oss aksjeselskapet Z AS. Z AS har en aksjekapital og øvrig bunden aksjekapital på totalt NOK 150 000 og et overskudd på NOK 50 000. Etter aksjeloven § 8-1 første ledd kan Z AS erverve egne aksjer for inntil NOK 50 000. Beregningen av hvilket beløp som kan benyttes til erverv av egne aksjer skal fastsettes på grunnlag av den balanseførte verdien av eiendeler og gjeld.<sup>159</sup> Dersom Z AS besluttet at selskapet skulle erverve egne aksjer den 1. mars 2014, er det selskapets registrerte aksjekapital denne datoen som skal legges til grunn for beregningsgrunnlaget.

Fra beregningsgrunnlaget som fastsettes i aksjeloven § 8-1 første ledd skal det, før aksjeselskapene kan benytte beløpet til erverv av egne aksjer, gjøres ulike fradrag som fremkommer av aksjeloven § 8-1 annet og tredje ledd. Bestemmelsens annet ledd tar for seg de fradragspostene som er stiftet før balansedagen, mens tredje ledd tar for seg de fradragspostene som er stiftet etter balansedagen:

*(2) I beløpet som kan deles ut etter første ledd, skal det gjøres fradrag for kreditt og sikkerhetsstillelse mv. etter §§ 8-7 til 8-10 fra før balansedagen som etter disse bestemmelsene skal ligge innenfor rammen av de midler selskapet kan dele ut som utbytte. Det skal likevel ikke gjøres fradrag for kreditt og sikkerhetsstillelse mv. som er tilbakebetalt eller avvirket før beslutningstidspunktet, eller kreditt til en aksjeeier i den grad kreditten avvikles ved en avregning i utbyttet. I beløpet som kan deles ut etter første ledd, skal det også gjøres fradrag for egne aksjer som selskapet har ervervet avtalepant i før balansedagen, med et beløp som tilsvarer fordringen pantet skal sikre. Dette gjelder likevel ikke hvis det er gjort fradrag for fordringen etter første punktum.*

*(3) Ved beregningen etter første ledd skal det gjøres fradrag for andre disposisjoner etter balansedagen som etter loven skal ligge innenfor rammen av de midler selskapet kan benytte til utdeling av utbytte, eller som omfattes av § 12-1 første ledd nr 2."*

---

<sup>158</sup> Reinertsen (2014) side 43.

<sup>159</sup> Jf. Prop. 111 L (2012-2013) side 112.

For det første skal det gjøres fradrag for de beløpene som aksjeselskapet har gitt i kreditt og stilt som sikkerhet fra før balansedagen som ikke er tilbakebetalt eller avviklet når aksjeselskapet beslutter å erverve egne aksjer, jf. aksjeloven §§ 8-7 til 8-10. Dersom Z AS har stilt NOK 10 000 totalt i sikkerhet for en aksjeeier og en ansatt, må det gjøres fradrag for det i de NOK 50 000 som selskapet har til rådighet for å erverve egne aksjer. Etter at det er gjort fradrag for kreditt og sikkerhetsstillelse står Z AS igjen med et beløp på NOK 40 000 som kan benyttes til erverv av egne aksjer.

For det andre skal det gjøres fradrag for egne aksjer som selskapet har ervervet avtalepant i før balansedagen. Fradraget skal tilsvare det beløpet som pantet i aksjen skal sikre. Z AS har en panteavtale som sikrer et beløp tilsvarende NOK 5 000. Etter fradrag fra dette beløpet sitter Z AS igjen med NOK 35 000 som kan benyttes som vederlag for selskapets erverv av egne aksjer.

Videre skal det ved beregningen av beløpet som kan benyttes til å finansiere aksjeselskapets erverv av egne aksjer, gjøres fradrag for andre disposisjoner som oppstår etter balansedagen. Dersom Z AS for eksempel yter NOK 5 000 i kreditt til en aksjeeier etter balansedagen, skal også dette beløpet trekkes fra det beløpet som selskapet kan benytte til erverv av egne aksjer. Z AS sitter etter dette igjen med et beløp på NOK 30 000 som selskapet kan benytte til erverv av egne aksjer.

Den formelle rammen rundt aksjeselskapers erverv av egne aksjer er som det fremkommer av det ovennevnte i stor grad basert på en matematisk utregning.

### 3.4.2 Minste tillatte aksjekapital

Aksjeselskaper som ønsker å erverve egne aksjer må i tillegg til den generelle utdelingsadgangen etter aksjeloven § 9-3, jf. § 8-1 første til tredje ledd, se hen til særregelen for slike aksjeerverv, jf. aksjeloven § 9-2 annet ledd, jf. § 3-1. Særregelen fremkommer av aksjeloven § 9-2 annet ledd som lyder:

*"(2) Selskapets erverv av egne aksjer må ikke medføre at aksjekapitalen med fradrag av det samlede pålydende av beholdningen av egne aksjer blir mindre enn minste tillatte aksjekapital etter § 3-1 første ledd."<sup>160</sup>*

---

<sup>160</sup> Det samme gjelder for allmennaksjeselskapers erverv av egne aksjer, jf. allmennaksjeloven § 9-2 første ledd annet punktum. Dette vilkåret har ingen side til kapitaldirektivet, jf. NOU 1992:29 side 111. Men siden kapitaldirektivet kun angir minimumsstandarder, er det er ikke noe i veien for at et medlemsland vedtar strengere regler enn det som følger av direktivet.

Aksjeloven § 3-1 første ledd lyder:

*"(1) Et aksjeselskap skal ha en aksjekapital på minst 30.000 norske kroner."*<sup>161</sup>

Særregelen er etter sin ordlyd absolutt, og gjelder uten unntak. Aksjekapitalens hovedfunksjon som bundet egenkapital er å sette skranker for aksjeselskapets handlefrihet som for eksempel å kunne foreta erverv av egne aksjer.<sup>162</sup> Beholdningen av egne aksjer omfatter også aksjer som aksjeselskapet allerede eier eller har avtalepant i.<sup>163</sup> Regelen bidrar med å verne om kreditorenes og minoritetsaksjeeiernes interesser.

Særregelen går ut på at beholdningen av egne aksjer, også de som allerede eies av selskapet, etter ervervet ikke kan utgjøre et større beløp enn differansen mellom aksjeselskapets aksjekapital fratrasket NOK 30 000.<sup>164</sup> Vilkåret medfører at et aksjeselskap med en aksjekapital på kun NOK 30 000 er avskåret fra å erverve egne aksjer.

At aksjeselskaper ikke kan erverve egne aksjer tilsvarende hele aksjekapitalen innebærer at aksjeselskaper ikke kan være fullstendig selveiet. Aksjer som representerer den minste tillatte aksjekapitalen kan ikke eies av aksjeselskapet selv, noe som medfører at aksjeselskapet er avhengig av minst en aksjeeier som ikke er aksjeselskapet. Det kan uansett fremstå som utenkelig at en helt åpen adgang for aksjeselskaper til å erverve egne aksjer vil medføre at noen aksjeselskaper blir fullstendig selveiet.<sup>165</sup> Det er fordi aksjeloven forutsetter at det står minst en aksjeeier bak selskapet som kan utøve aksjeeierrettigheter i selskapet, for eksempel ved å

---

<sup>161</sup> Selv om adgangen til å erverve egne aksjer for begge aksjeselskapsformene er betinget av vilkåret bestemt ut i fra minste tillatte aksjekapital, ligger det likevel en forskjell i vilkåret. Forskjellen ligger i at beløpet på den minste tillatte aksjekapitalen er mye høyere for allmennaksjeselskaper. Det fremkommer av allmennaksjeloven § 3-1 første ledd at "Et allmennaksjeselskap skal ha en aksjekapital på *minst en million norske kroner*." (min utheving). Lempingen av aksjeloven § 3-1 i 2011, førte til at det nå er større forskjell mellom kravet til minste tillatte aksjekapital i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Ettersom minste tillatte aksjekapital er høyere for allmennaksjeselskaper kan adgangen til å erverve egne aksjer i allmennaksjeselskaper synes å være snevrere enn i aksjeselskaper. Sett i sammenheng med at ti prosentbegrensningen fortsatt gjelder i allmennaksjeloven vil vilkåret om minste tillatte aksjekapital uansett ha mindre praktisk betydning ved allmennaksjeselskapers erverv av egne aksjer. For eksempel kan et allmennaksjeselskap med en aksjekapital på MNOK 1,3 maksimalt erverve egne aksjer som utgjør ti prosent av aksjekapitalen, altså aksjer til en verdi av NOK 130 000. Verdien av beholdningen av disse egenervervede aksjene fratrasket aksjekapitalen tilsvarer en aksjekapital på NOK 1 170 000, som ligger godt innenfor allmennaksjeselskapers minstegrense for aksjekapital på MNOK 1.

<sup>162</sup> Aarbakke m.fl. (2012) side 169.

<sup>163</sup> Jf. aksjeloven § 9-2 annet ledd annet punktum, jf. aksjeloven § 9-5 som likestiller erverv av egne aksjer med pant i egne aksjer.

<sup>164</sup> Aarbakke m.fl. (2012) side 628.

<sup>165</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 86 og Knudsen (2007) side 101.

møte på generalforsamling og utøvelse av stemmerett, jf. aksjeloven § 1-1 og §§ 5-2 og 5-3.<sup>166</sup>

Aksjeloven § 3-2 senket i 2011 kravet om minste tillatte aksjekapital fra NOK 100 000 til NOK 30 000.<sup>167</sup> Lovendringen har sammen med lovendringen av aksjeloven § 9-2 i 2013 medført at aksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer i stor grad har blitt utvidet. En lavere grense for hva et aksjeselskap minimum må ha i aksjekapital bidrar også til at erverv av egne aksjer i større grad blir et alternativ også for mindre aksjeselskaper som kun har hatt den laveste tillatte aksjekapitalen. De aksjeselskapene som før lovendringen i 2011 hadde en aksjekapital på NOK 100 000 fikk etter lovendringen av aksjeloven § 9-2 i 2013 teknisk sett mulighet til å erverve egne aksjer opptil en verdi av NOK 70 000. Uten lovendringen i 2011 om reduksjon av minste tillatte aksjekapital ville ikke disse aksjeselskapene hatt tilstrekkelig aksjekapital til å kunne erverve egne aksjer etter lovendringen i 2013.

Den største endringen for aksjeselskapers erverv av egne aksjer som følger av lovrevisjonen i 2013 er nettopp at ti prosent-begrensningen ble sløyfet. En av hovedgrunnene til at den strenge ti prosent-begrensningen ble fjernet i aksjeloven § 9-2 var behovet for å øke likviditeten i aksjeselskaper.<sup>168</sup>

Etter å ha sett på de prosessuelle vilkårene i del 3.3 og de formelle vilkårene i del 3.4, gjenstår behandlingen av de materielle vilkårene som må være oppfylt for at aksjeselskaper skal kunne erverve sine egne aksjer. Jeg starter med en behandling av den generelle forsvarlighetsnormen som gjelder for aksjeselskapenes egenkapital og likviditet i del 3.5.1. Deretter skal jeg knytte

---

<sup>166</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 86 og Knudsen (2007) side 101.

<sup>167</sup> Ved lov 16 des 2011 nr. 63.

<sup>168</sup> En av hovedgrunnene for at ti prosent-begrensningen er opprettholdt i allmennaksjeloven, er at risikoen for ulovlig kursmanipulasjon og innsidehandel er antatt størst hos børsnoterte allmennaksjeselskaper. Faren for ulovlig kurspleie og innsidehandel ved en lempeligere adgang til å erverve egne aksjer gjør seg ikke gjeldende for aksjeselskaper fordi det ikke er noen organisert omsetning av aksjene. I de fleste aksjeselskaper vil aksjene normalt omsettes innenfor en begrenset krets. I aksjeselskaper er aksjene typisk mindre likvide og et behov for aksjeerverv ut over ti prosent kan ha flere gode grunner for seg. På dette punkt er det stor forskjell mellom aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, der sistnevntes aksjer omsettes på en organisert måte og der aksjeerverv er åpent for allmennheten. Misbruksargumentet vil nok ikke veie tungt i en drøftelse av akkurat hvor grensen for ervervet skal settes, men veier tungt for om det overhode skal fastsettes en grense for ervervet. Verdipapirhandelloven §§ 4-1 første ledd, 4-2 første ledd, 4-4 og 5-2 pålegger selskapene meldeplikt for enhver handel med egne aksjer i tillegg til informasjonsplikt om kurssensitiv informasjon. Disse reglene svekker misbruksargumentet og gjør det mindre betenkelig med handel i egne aksjer. For noterte selskaper gjelder i tillegg regler om likebehandling og god børsskikk, som i ytterligere grad hindrer misbruk ved handel i egne aksjer, jf. Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven). Aksjelovens alminnelige regler er ansett for å være tilstrekkelige for å unngå misbrukssituasjoner. Prop. 111 L (2012-2013) side 86, 88-89. Anker-Sørensen og Sjøfjell (2014) side 28-29.

noen korte bemerkninger til vilkåret om at aksjene som erverves av aksjeselskapet må være fullt innbetalt i del 3.5.2.

### 3.5 Materielle vilkår

#### 3.5.1 Forsvarlig egenkapital og likviditet

Den materielle siden av aksjeselskapers erverv av egne aksjer er i motsetning til den formelle siden mer skjønnsmessig preget og reguleres av aksjeloven § 9-3, jf. § 8-1 fjerde ledd, jf. § 3-4.<sup>169</sup>

Aksjeloven § 8-1 fjerde ledd lyder:

*”(4) Selskapet kan bare dele ut utbytte så langt det etter utdelingen har en forsvarlig egenkapital og likviditet, jf. § 3-4”*

Aksjeloven § 3-4 lyder:

*”Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut i fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet”*

Bestemmelsen gir uttrykk for en alminnelig forsvarlighetsnorm. Kravet er absolutt og gjelder til enhver tid, også ved aksjeselskapers erverv av egne aksjer. Kravet må leses i lys av hva som regnes som egne aksjer, jf. aksjeloven § 9-2 annet ledd annet punktum.<sup>170</sup> Nytt av aksjelovreformen i 2013 er at aksjeselskapene skal ha en forsvarlig likviditet, i tillegg til en forsvarlig egenkapital.<sup>171</sup>

Selv om ordlyden i kravet er klar, kan det være vanskelig å fastlegge et nærmere innhold av kravet i konkrete tilfeller. Det er fordi det kan variere fra selskap til selskap hva som er å anse som forsvarlig. Begrepet "forsvarlig" er ikke en objektiv størrelse, og gir anvisning på en normativ vurdering. Ved vurderingen skal det sees hen til risikoen ved og omfanget av den konkrete virksomheten i selskapet. Å erverve egne aksjer kan på bakgrunn av risiko og omfang slå ulikt ut for ulike aksjeselskaper. Virksomheten i aksjeselskapet kan således påvirke

---

<sup>169</sup> Kravet til fri egenkapital og kravet til forsvarlig egenkapital og likviditet, gjelder tilsvarende for allmennaksjeselskapers erverv av egne aksjer, jf. allmennaksjeloven § 9-3, jf. § 8-1, jf. § 3-4. En likelydende bestemmelse finnes i kapitaldirektivet artikkel 21 pkt. 1 bokstav b om at ervervet "may not have the effect of reducing the net assets below the amount mentioned in Article 17(1) an (2)".

<sup>170</sup> Se mer om begrepet "egne aksjer" i oppgavens del 1.2.

<sup>171</sup> Jf. endringslov 14 juni 2013 nr. 40.

hvordan selskapet vurderer et erverv av egne aksjer. Risikoen knyttet til en virksomhet i et aksjeselskap kan anses for å være så høy at selv om selskapet har tilstrekkelig kapital til å foreta et aksjeerverv ut i fra de formelle vilkårene, kan det være uforsvarlig å foreta aksjeervervet på grunn av forsvarlighetsnormen. Et aktuelt eksempel kan være aksjeselskaper som driver innen oljesektoren. På grunn av oljeprisfallet kan det være betydelig risiko knyttet til denne virksomhetssektoren på nåværende tidspunkt. Det kan dermed anses som uforsvarlig for noen av disse aksjeselskapene å erverve sine egne aksjer, dersom markedet de opererer i er ustabilt.

For å opprettholde likviditeten i aksjeselskapene når det erverves egne aksjer har forsvarlighetsnormen fått økt betydning etter at ti prosent-begrensningen ble sløyfet i 2013. Denne vurderingen utgjør dermed den største forskjellen i aksjeselskapenes adgang til å erverve egne aksjer før og etter seneste aksjelovreform. Det er foreløpig uklart hvilke virkninger som kan oppstå dersom det viser seg at det er foretatt en uforsvarlig vurdering av selskapets egenkapital og likviditet etter at selskapet har ervervet egne aksjer.

Ettersom at det er styret som skal sørge for forsvarlig forvaltning av selskapet trekker det i retning av at det også er styret som til enhver tid har ansvaret for å vurdere om selskapet har forsvarlig egenkapital og likviditet, herunder å foreta den skjønnsmessige vurderingen om egenkapital og likviditet i forbindelse med erverv av egne aksjer, jf. aksjeloven § 6-12, jf. § 3-4. Dermed er det nærliggende at det i forlengelsen av dette tenkes at det kan oppstå et erstatningsansvar i henhold til aksjeloven § 17-1. På grunn av lite rettspraksis rundt temaet er det vanskelig å si noe sikkert om hvordan dette vil løses i praksis.<sup>172</sup>

På den ene siden kan det anføres at beskyttelsen av kreditor og minoritetsaksjeeierne blir svekket fordi vurderingen av om aksjeselskapet etter ervervet vil ha en forsvarlig egenkapital og likviditet blir for skjønnsmessig, og dermed kan slå meget ulikt ut. På den andre siden kan det anføres at en konkret vurdering av aksjeselskapets stilling som er grundig og gjennomarbeidet, er tilstrekkelig til å beskytte kreditorenes og minoritetsaksjeeiernes interesser.<sup>173</sup>

---

<sup>172</sup> Om manglende rettspraksis om temaet se oppgavens del 1.4. For rettsstilstanden om styrets erstatningsansvar før aksjelovreformen i 2013, se Aarum (1994).

<sup>173</sup> Aksjeloven § 3-4, jf. regnskapsloven § 6-2 C.

### 3.5.2 Fullt innbetalt

Et annet materielt vilkår fremkommer av aksjeloven § 9-2 tredje ledd som lyder:

*"(3) Selskapet kan bare erverve aksjer som er fullt innbetalt."*<sup>174</sup>

Vilkåret om at aksjene må være fullt innbetalt skal forhindre at aksjeselskapet omgår forbudet mot å tegne egne aksjer, jf. aksjeloven § 9-1. Forbudet mot at selskapet tegner sine egne aksjer har som nevnt i del 3.1 størst praktisk betydning ved aksjeselskapets stiftelse og før registreringen av selskapet samt ved forhøyelse av aksjekapitalen. Aksjeloven §§ 2-11 og 10-9 regulerer i disse tilfellene at det må betales for aksjene. Vilkåret om at aksjer som skal erverves av selskapet skal være fullt innbetalt har dermed stor praktisk betydning i de tilfellene som ikke fanges opp av aksjeloven §§ 2-11 og 10-9.<sup>175</sup>

Når aksjene som skal erverves av aksjeselskapet er fullt innbetalt avskjæres muligheten for at aksjeselskapet pådrar seg ansvar for aksjeinnskudd som ikke er betalt på ervervstidspunktet.<sup>176</sup> Fullt innbetalte aksjer medvirker til å gi et reelt bilde av aksjekapitalen. På denne måten risikerer ikke kreditorene at kapital ukontrollert forsvinner ut fra selskapet, men forblir i selskapet som dekningsgrunnlag for deres krav.

### 3.6 Avsluttende bemerkninger

Reguleringen av aksjeselskapenes erverv av egne aksjer er betydelig myket opp etter aksjelovreformen i 2013. Lempede vilkår for aksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer vil sannsynligvis medføre at flere aksjeselskaper i fremtiden vil benytte seg av muligheten for å erverve egne aksjer. Bakgrunnen for liberaliseringen av reguleringen av aksjeselskapenes erverv av egne aksjer er i all hovedsak økt fleksibilitet til fordel for aksjeselskapet uten at det skal gå på bekostning av kreditorenes eller minoritetsaksjeeiernes interesser.

Lovreformen medførte et skifte i styrkeforholdet mellom de formelle og de materielle vilkårene for aksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer ble endret. Reguleringen gikk bort fra en meget formalistisk utregningsmetode for hvor mange egne aksjer selskapene hadde adgang til å erverve, til en mer skjønnspreget beregningsmetode. De materielle vilkårene for aksjeselskapenes erverv av egne aksjer har fått økt betydning, som innebærer at det i større

---

<sup>174</sup> Det samme vilkåret gjelder for allmennaksjeselskapers erverv av egne aksjer, jf. allmennaksjeloven § 9-2 tredje ledd, jf. kapitaldirektivet artikkel 21 punkt 1 bokstav c om at "only fully paid-up shares may be included in the transaction".

<sup>175</sup> Aarbakke m.fl. (2012) side 629-630.

<sup>176</sup> NOU 1996:3 side 152-153.



grad enn tidligere er opp til aksjeselskapene selv å foreta en konkret vurdering av om erverv av egne aksjer fremstår som er god beslutning for selskapet samt fastsettelsen av fullmaktens grenser. Dette kan til en viss grad føre til mindre forutberegnelighet hva gjelder å fastslå rammene enn i forhold til tidligere regler, men gir også selskapet en vesentlig større fleksibilitet enn tidligere.

## 4 Konklusjoner og veien videre

Reguleringen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer var meget streng før aksjelovreformen i 2013. Begrunnelsen for den strenge reguleringen var i all hovedsak kreditorvern. Etter aksjelovreformen ble reguleringen av aksjeselskapers erverv av egne aksjer i stor grad liberalisert. Bestemmelsen om aksjeselskapers erverv av egne aksjer har med det gått fra et forbud til en adgang i løpet av 100 år med rettsutvikling. Begrunnelsen for liberaliseringen ligger i at aksjeselskaper skal ha større frihet til å innrette sine kapitalforhold og da kan adgangen til å erverve egne aksjer spille en stor rolle. Hensynet til kreditor og minoritetsaksjeeierne var også i fokus når reguleringen skulle lempes. Utformingen av bestemmelsen har alltid gått ut på å avveie og finne en balanse mellom hensynet til tredjemannsinteresser, spesielt kreditor og minoritetsaksjeeiere, og hensynet til aksjeselskapets handlingsrom.

Som nevnt innledningsvis i del 1.1 kan det på bakgrunn av fremstillingen synliggjøres om det har skjedd et skifte av vektingen mellom de interessene bestemmelsene om aksjeselskapers erverv av egne aksjer tok sikte på å ivareta før aksjelovreformen og hvilke interesser bestemmelsene tar sikte på å ivareta i dag. Overordnet sett kan det være grunn til å tro at perspektivet ved utformingen av bestemmelsene om erverv av egne aksjer har endret seg fra retningen om å se reguleringen fra kreditors side, til i større grad å se reguleringen fra aksjeselskapets side. Med dette mener jeg at det før aksjelovreformen i større grad var et spørsmål om hvordan man kunne beskytte kreditor ved å legge bånd på aksjeselskapenes handlingsfrihet og mulighetene for å erverve egne aksjer. I dag ser det ut til at spørsmålet i større grad er hvordan bestemmelsene om erverv av egne aksjer kan sørge for at aksjeselskapene får størst mulig handlingsfrihet uten at det skader kreditorenes og minoritetsaksjeeiernes interesser.

Erfaringen med det tidligere forbudet mot, og senere restriktive regler om, aksjeselskapenes erverv av egne aksjer er at det i liten grad har ført til tvister, i alle fall i form av tvister som er brakt til domstolene. Det er et forhold som taler for at forbudet mot og de strenge begrensningene i adgangen til å erverve egne aksjer har fungert tilfredsstillende. Graden av kreditorvern har hatt og har stor betydning for tilliten til aksjeselskapsformen i kredittmarkedet og næringslivet.<sup>177</sup> Men en for streng regulering kan ha ført til uforholdsmessig innlåsing av kapital i aksjeselskapene.<sup>178</sup> Reguleringen som har vært begrunnet i beskyttelse av kreditorinteressene kan dermed ha hindret mange aksjeselskaper i å benytte aksjekapitalen til samfunnsnyttig verdiskapning.<sup>179</sup> På grunn av mange ulike og motstridende interesser er det er vanske-

---

<sup>177</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 47.

<sup>178</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 47.

<sup>179</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 47.

lig, og kanskje umulig å oppnå en optimal regulering av selskapers kapitalforhold og adgang til å erverve egne aksjer.<sup>180</sup>

Det er for tidlig å si om de nye bestemmelsene om erverv av egne aksjer vil medføre økt konfliktnivå eller få andre negative virkninger. Etter mitt skjønn er det mye som taler for at lovgiver etter aksjelovreformen har funnet en bedre balanse mellom selskapets interesser på den ene siden og kreditorenes og minoritetsaksjeeiernes interesser på den andre siden. Det ble i innstillingen fra justiskomiteen uttalt at det raskt vil vise seg om reglene har fått en utforming som faktisk forenkler hverdagen for aksjeselskapene.<sup>181</sup> Komiteen ba i den forbindelse om at regjeringen innhenter synspunkter fra næringslivet slik at man kan evaluere lovendringene. Denne evalueringen ventes senest etter regnskapsåret 2015.<sup>182</sup>

---

<sup>180</sup> Prop. 111 L (2012-2013) side 47.

<sup>181</sup> Innst. 347 L (2012-2013) side 4.

<sup>182</sup> Innst. 347 L (2012-2013) side 4.

## **Litteraturliste**

### **Lovgivning**

- 2007 Lov 29 juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven).
- 2007 Lov 29 juni 2007 nr. 29 om verdipapirhandel (verdipapirhandeloven).
- 1998 Lov 17 juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. (regnskapsloven).
- 1997 Lov 13 juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven).
- 1997 Lov 13 juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).
- 1992 Lov 27 november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven).
- 1980 Lov 8 februar 1980 nr. 2 om pant (panteloven).
- 1985 Lov av 21 juni 1985 nr. 78 om registrering av foretak (foretaksregisterloven)
- 1976 Lov av 4 juni 1976 nr. 59 om lov om aksjeselskaper.
- 1957 Lov av 6 juli 1957 nr. 4 om aksjeselskaper.
- 1910 Lov av 19 juli 1910 nr. 1 om aktieselskaper og kommanditaktieselskaper.

### **Forarbeider**

- Prop. 111 L (2012-2013) Endringer i aksjelovgivningen mv. (forenklinger).
- Innst. 347 L (2012-2013) Innstilling fra justiskomiteen om endringer i aksjelovgivningen mv. (forenklinger).
- Ot.prp.nr.23 (1996-1997) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).
- NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning.
- Ot.prp.nr.36 (1993-1994) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven).

NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper.

Innst. O. nr. 50 (1975-1976) Innstilling fra justiskomiteen om lov om aksjeselskaper.

Ot.prp. nr. 19 (1974-75) Om lov om aksjeselskaper.

Innst. om lov om aksjeselskaper avgitt i mars 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen på grunnlag av oppdrag gitt ved kongelig resolusjoner 26. januar 1962 og 22. februar 1963.

Ot. prp. nr. 4 (1957).

Innstilling fra aksjelovkomiteen av 1947, Oslo 1952.

Udkast til Lov om Aktieselskaber Motiver (1894).

## **EU-rett**

Direktiv av 25. oktober 2012 (2012/30/EU) (kapitaldirektivet).

Direktiv av 13. desember 1976 (77/91/EØF) (det andre selskapsdirektiv).

Direktiv av 6. september 2006 (2006/68/EF) (endringsdirektiv til det andre selskapsdirektiv).

KOM (2003) 284, Meddelelse fra kommissjonen til Rådet og Europa-parlamentet om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhetsledelse i Den Europæiske Union - vejen frem, Bruxelles, 21.05.2003.

## **Rettspraksis**

Sak E-4/04, *Pedicel AS vs. Sosial- og helsedirektoratet*, 25.02.2005, 62004EJ0004 604EJ0004.

## **Rapporter og andre publikasjoner**

Knudsen, Gudmund, *Forenkling og modernisering av aksjeloven*, en utredning skrevet etter oppdrag fra Justis- og politidepartementet, 7. januar 2011.

Justisdepartementets høringsbrev 13. juli 2007.

## **Juridisk teori**

Aarum, Kristin Normann, *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*, Oslo, Institutt for privatrett, 1994.

Aarbakke, Magnus, Aarbakke, Asle, Knudsen, Gudmund, Ofstad, Tone og Skåre, Jan, *Aksje-loven og allmennaksjeloven Kommentarutgave*, 3. utg., 2012.

Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*, 2. utg., 2006.

Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 4. utg., 2013.

Grønland, Karl-Anders, *Selskapers handel med egne aksjer*, 1. utg., 2007.

Reinersen, Hedvig Bugge, *Aksjelovens utdelingsbegrep*, Doktoravhandling forsvart ved Det juridiske fakultet, Universitetet i Oslo. Nr. 73, 2014.

Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 5. utg., 2014.

## **Artikler og tidsskrifter**

Anker-Sørensen, Linn og Sjøfjell, Beate, "Vår europeiske selskapsrett", *Tidsskrift for selska-per, markeder, samfunn og miljø* ([www.selskapsrettstidsskriftet.no](http://www.selskapsrettstidsskriftet.no)), 1. utg., 2014.

Birkeland, Kari, "EU-kommisjonens forslag til forenkling av annet selskapsdirektiv", *Tids-skrift for forretningsjus*, 2005.

Stoveland, Per Helge, "Kapitalnedsettelse og utbyttebeskatning", *Magma Econas Tidsskrift for økonomi og ledelse*, 4/2004, se <http://www.magma.no/kapitalnedsettelse-og-utbyttebeskatning> (avlest 20.04.2015)

Sundby, Anne Cathrine, "EUs arbeid med modernisering av selskapsretten", *Tidsskrift for Forretningsjus*, nr. 4, 2003.

Truyen, Filip, "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper", *Jussens Venner*, nr. 39, 2004.

## **Nordiske rettskilder**

SOU 2009:34 Förenklingar i aktiebolagslagen m.m.

Bekendtgørelse nr 649 af 15/06/2006 af lov om aktieselskaber (Aktieselskabsloven) kapitel 8.

**Nettkilder**

Foretaksregisterets hjemmeside, <http://www.brreg.no/registrene/foretak/> (avlest 20.04.2015).